



UNIVERSITÀ DI PISA

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN  
BANCA, FINANZA AZIENDALE E MERCATI FINANZIARI

Tesi di laurea

**Investimenti sostenibili e responsabili: aspetti  
generali e analisi qualitativa e quantitativa di  
alcuni indici azionari**

**Relatore:**

Prof. Riccardo Cambini

Prof.ssa Maria Cristina Quirici

**Candidato:**

Alessia Tognarelli

Anno accademico 2015/2016



## INDICE

Introduzione	1
Capitolo 1 - L'investimento sostenibile e responsabile: aspetti generali	3
1.1 Definizione di SRI	1
1.2 Storia dello SRI	6
1.3 I fattori E, S e G	12
1.4 Le strategie SRI	15
1.5 Performance dello SRI	28
Capitolo 2 - Indici azionari SRI: analisi dei modelli di rating ESG e di costruzione dell'indice	39
2.1 Aspetti generali	39
2.2 Le agenzie di rating ESG	43
2.3 MSCI Global SRI Indexes	48
2.3.1 L'azienda	48
2.3.2 Metodologia di rating ESG	50
2.3.3 Metodologia di costruzione degli indici	56
2.4 FTSE4Good	60
2.4.1 L'azienda	60
2.4.2 Metodologia di rating ESG	61
2.4.3 Metodologia di costruzione degli indici	68
2.5 Dow Jones Sustainability Indices	73
2.5.1 L'azienda	73
2.5.2 Metodologia di rating ESG	74
2.5.3 Metodologia di costruzione degli indici	80
2.6 Breve confronto tra metodologie di rating	83
Capitolo 3 - La performance degli indici azionari SRI	87
3.1 Presupposti metodologici dell'analisi	87

3.2 Il codice di calcolo in MATLAB	91
3.3 Analisi dei risultati conseguiti	103
Conclusioni	113
Indice dei grafici	115
Indice delle figure	117
Indice delle tabelle	119
Bibliografia	121
Sitografia	125

## INTRODUZIONE

In questo lavoro affrontiamo il relativamente recente fenomeno dell'investimento sostenibile e responsabile (SRI): esso si è trasformato, da manifestazione di nicchia a un modo di fare finanza che è diventato assolutamente *mainstream*. In particolare, il lavoro sarà organizzato in tre distinti capitoli. Nel primo capitolo, si affronteranno gli aspetti più generali dello SRI: si andrà quindi a vedere la definizione, la storia dello stesso, che affonda in tempi antichi, i fattori ambientali, sociali e di *governance* su cui si basa l'essenza stessa dello SRI (chiamati più comunemente fattori ESG), le strategie a disposizione degli investitori per integrare questi fattori nelle loro decisioni di investimento e infine la spinosa questione della *performance* dello stesso. Passeremo poi al secondo capitolo, dove inizieremo a sviscerare una sfaccettatura del fenomeno molto ampio dello SRI, ossia gli indici azionari sostenibili. Gli indici SRI altro non sono che semplici indici azionari i quali, però, sono formati da titoli che sono stati scelti non solo sulla base delle classiche caratteristiche finanziarie come rischio o liquidità ma anche sulla base di fattori sociali, ambientali e di *governance*. Questo, degli indici SRI, è un fenomeno molto recente ma in grande crescita. Analizzeremo, di tutti gli indici SRI a disposizione sui mercati finanziari, tre gruppi di indici, forniti da MSCI, da FTSE Russell e da S&P Dow Jones Indexes. Faremo questa trattazione nel corso del capitolo secondo e poi del capitolo terzo. Nel capitolo secondo, in particolare, tratteremo quelle che sono le caratteristiche prettamente qualitative dei suddetti indici, analizzando le metodologie di costruzione degli stessi e soprattutto le metodologie di assegnazione dei *ratings* ESG sulla base dei quali tali indici vengono costruiti, affrontando in maniera più ampia anche il fenomeno delle agenzie di *rating* ESG. Alla fine del capitolo, sarà presente un breve confronto tra le metodologie viste. Nel terzo capitolo invece tratteremo i tre gruppi di indici da un punto di vista quantitativo: andremo infatti a calcolarne la *performance* con l'ausilio del software di calcolo MATLAB. In breve, sceglieremo per ciascun indice dei tre gruppi suddetti un corrispondente indice tradizionale come *benchmark*, e calcoleremo prima delle semplici misure di rischio e rendimento, ossia media, deviazione standard e indice di Sharpe per ogni coppia, e poi, applicando un semplice modello di regressione lineare, andremo a calcolare l'alfa e il beta degli indici SRI. Alfa e beta sono rispettivamente misure di rendimento e rischio: un alfa positivo indica una migliore *performance* dell'indice SRI rispetto al

corrispondente tradizionale, mentre un alfa negativo indica una *performance* peggiore; un beta maggiore di uno indica una maggiore rischiosità dell'indice SRI rispetto al tradizionale, mentre un beta minore di uno indica un rischio minore. Ottenuti i risultati, andremo ad analizzarli e cercheremo di trarne delle conclusioni.

# CAPITOLO 1 - L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE E RESPONSABILE:

## ASPETTI GENERALI

### 1.1 Definizione di SRI

L'acronimo SRI in inglese sta per "*Sustainable and Responsible Investments*". Non si configura come un nuovo strumento messo a disposizione della finanza, ma si tratta semplicemente di un nuovo modo di fare investimenti. Infatti, gli investimenti sostenibili e responsabili sono quelli che non prendono in analisi le sole variabili prettamente finanziarie, come rischio e rendimento, ma effettuano anche un'analisi di tipo extra-finanziario, concentrandosi su quelli che sono i fattori cosiddetti ESG: *Environmental, Social and Governance*, ovverosia ambiente, questioni sociali e *governance*. Prima di entrare più nel dettaglio su quella che è l'essenza dell'investimento sostenibile e responsabile (a cui da qui in avanti ci riferiamo con l'acronimo SRI), dobbiamo fare luce sulla questione della definizione di SRI stessa. Fino ad oggi, e ancora oggi, c'è stata molta confusione in merito, in quanto non vi era una definizione univoca (e in parte manca ancora oggi) per questo fenomeno. Sotto il grande ombrello degli investimenti sostenibili e responsabili sono ricomprese molte manifestazioni diverse, e trovare una definizione che le includa tutte non è una missione semplice. Come riporta lo stesso SRI Study del 2014 a cura di Eurosif<sup>1</sup>, l'associazione leader in Europa per la promozione e l'avanzamento degli investimenti sostenibili e responsabili in Europa, non esiste un consenso circa una definizione univoca di SRI in Europa:

*The decision of whether something is 'SRI' is very much coloured by the cultural and historical diversity of Europe and, as noted in the 2012 Study:*

*"At this stage, no consensus on a unified definition of SRI exists within Europe, whether that definition focuses on processes used (referred to as strategies in this study), sought outcomes or depth and quality of the processes applied".*

*The present edition of the European SRI Market Study does not, therefore, impose a specific definition of SRI and the Study continues to cover "any type of investment*

---

<sup>1</sup> Eurosif, *European SRI Study 2014*, 2014, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

*process that combines investors' financial objectives with their concerns about Environmental, Social and Governance (ESG) issues."*

*(La decisione di che cosa sia lo SRI è molto influenzata dalle differenze culturali e storiche dell'Europa e, come notato nello studio del 2012:*

*A questo punto, non esiste un consenso su una definizione univoca di SRI in Europa, se tale definizione si focalizza sui processi usati (a cui ci si riferisce come strategie in questo studio), sui risultati cercati o sulla profondità e qualità dei processi applicati.*

*La presente edizione dello Studio sul Mercato Europeo SRI quindi non impone una specifica definizione di SRI e lo Studio continua a coprire "qualunque tipo di processo di investimento che combina gli obiettivi finanziari degli investitori con i loro interessi circa fattori ambientali, sociali e di governance (ESG)"*

Tuttavia, delle definizioni sono state date, e ne vedremo qui di seguito tre, cercando di capire su cosa focalizzano l'attenzione.

La prima definizione che riportiamo è quella elaborata da Eurosif nell'ultimo *report* sullo SRI in Europa del novembre 2016<sup>2</sup>: se nello studio precedente, quello del 2014 (i *report* di Eurosif hanno cadenza biennale), l'associazione rinunciava a voler trovare una definizione di SRI, in questo ultimo *report* è stato raggiunto un consenso, sempre con l'obiettivo di ricomprendere in questa il maggior numero di manifestazioni del fenomeno:

*"Sustainable and Responsible Investment ("SRI") is a long-term oriented investment approach, which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors, and to benefit society by influencing the behaviour of companies."*

*("L'investimento Sostenibile e Responsabile ("SRI") è un approccio all'investimento orientato al lungo termine, che integra fattori ESG nella ricerca, nell'analisi e nel*

---

<sup>2</sup> Eurosif, *European SRI study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)



*processo di selezione di titoli in un portafoglio di investimento. Esso combina l'analisi fondamentale e il coinvolgimento con una valutazione dei fattori ESG per meglio catturare rendimenti di lungo periodo per gli investitori, e per giovare alla società influenzando il comportamento delle imprese")*

Un'altra definizione, molto concisa, la troviamo sul sito [www.ussif.org](http://www.ussif.org), ossia il forum per l'investimento sostenibile e responsabile degli Stati Uniti:

*"Sustainable, responsible and impact investing (SRI) is an investment discipline that considers environmental, social and corporate governance (ESG) criteria to generate long-term competitive financial returns and positive societal impact".*

*("L'investimento sostenibile, responsabile e d'impatto (SRI) è una disciplina di investimento che considera criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) per generare rendimenti finanziari competitivi nel lungo periodo e un impatto sociale positivo".*

Infine, consideriamo la presa di posizione ufficiale del Forum per la Finanza Sostenibile<sup>3</sup> adottata nel 2014:

*“L’Investimento Sostenibile e Responsabile è una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso”*

*(“Sustainable and Responsible Investment is a medium to long term investment strategy*

---

<sup>3</sup> Forum per la Finanza Sostenibile, *L'investimento sostenibile e responsabile: una definizione al passo con i tempi*, 2014, in [www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it)

*which, in the evaluation of companies and institutions, combines the financial analysis with a robust environmental, social and governance (ESG) analysis, with the aim to create value to the benefit of investors and the society as a whole”)*

Se analizziamo le tre definizioni prese in considerazione, vediamo che sono sostanzialmente equivalenti e che hanno le seguenti caratteristiche:

- Cosa: lo SRI viene definito come un modo per investire, indicato con i termini "approach", "discipline" e "strategy";
- Quando: l'orizzonte temporale di riferimento di tale maniera di fare investimenti è il medio-lungo periodo;
- Come: esso è un modo di fare investimenti che integra l'applicazione di criteri ESG;
- Perché: infine, l'obiettivo è quello di creare dei ritorni finanziari positivi nel tempo e di creare delle esternalità positive per la società;

## **1.2 Storia dello SRI**

Normalmente, l'inizio della storia dell'investimento sostenibile e responsabile viene fatto risalire al 1754<sup>45</sup>, anno in cui John Woolman, nordamericano appartenente al movimento religioso dei Quaccheri nonché mercante e giornalista, scrisse un opuscolo contro la tratta degli schiavi, intitolato *"Some Considerations on the Keeping of Negroes"*. Al meeting annuale fatto a Philadelphia nello stesso anno, venne anche presentata un'altra epistola che più o meno riprendeva gli argomenti di Woolman sulla schiavitù, ossia era basata sul principio aureo *"do unto others as you would have them do unto you"* ("fai agli altri quello che vorresti fosse fatto a te"). Queste due pubblicazioni segnano un punto di svolta sulla presa di posizione dei Quaccheri nei

---

<sup>4</sup> É stato fatto riferimento, per tracciare il profilo storico dello SRI, al libro: Dal Maso, D., Fiorentini, G. (a cura di), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, Milano, Egea, 2013

<sup>5</sup> É stato inoltre fatto riferimento anche al libro: Fung, H., Law, S. A., Yau, J., *Socially Responsible Investments in a Global Environment*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2010

confronti della tratta degli schiavi, e influenzano a tal punto la comunità che in pochi anni le attività commerciali che avevano a che fare con questo fenomeno furono dismesse e i quaccheri stessi smisero di essere proprietari di schiavi<sup>6</sup>.

Circa un secolo dopo, anche la chiesa metodista, con le predicazioni del reverendo John Wesley, si fece fautrice della promulgazione di un uso cosciente del denaro. Nel 1872, fu pronunciato infatti dal suddetto reverendo un sermone intitolato "*The use of money*"<sup>7</sup>. La prima regola di questo sermone può essere riassunta nella famosa frase "*We ought to gain all we can gain, but not at the expense of life, nor at the expense of our health*", che letteralmente significa "Dovremmo guadagnare tutto ciò che si può guadagnare, ma non a spese della vita né tantomeno a spese della nostra salute". Wesley dice infatti che l'uomo dovrebbe impegnarsi al massimo per fare profitti, e sfruttare tutta la sua virtù e le sue capacità, ma che dovrebbe farlo senza sacrificare valori importanti come la vita e la salute. Indica chiaramente nel suo sermone attività pericolose per l'uomo, non solo da un punto di vista fisico, come quelle che fanno uso di arsenico o di altri materiali pericolosi o addirittura gli impieghi che costringono un uomo nella stessa posizione per troppo tempo, ma anche da un punto di vista morale, come attività illecite o comunque contro la legge. Tuttavia, ed è qui che sta il punto, Wesley aggiunge che queste considerazioni andrebbero tenute a mente anche per la salute e il benessere delle altre persone: egli esprime chiaramente il suo dissenso nei confronti di attività commerciali quali la vendita di alcolici o anche la concorrenza sleale (vendita di beni a prezzo troppo basso).

Un'altra tappa fondamentale per lo sviluppo dello SRI fu la crescita delle grandi piazze finanziarie, come quella di New York, che avevano iniziato ad acquisire sempre maggiore importanza con sempre più imprese quotate. Proprio la quotazione aveva dato vita al cosiddetto azionariato diffuso, per cui gli investimenti erano diventati un fenomeno collettivo e interessato da fattori extra-finanziari. In questa cornice si colloca il periodo del proibizionismo, la cui più conosciuta manifestazione è quella che si ebbe negli Stati Uniti. Il periodo in questione, che ufficialmente va dal 1920 al 1933, iniziò a

---

<sup>6</sup> Per approfondimenti, e la consulta dei documenti originali, si veda il sito [www.trilogy.brynmawr.edu](http://www.trilogy.brynmawr.edu)

<sup>7</sup> Testo integrale del sermone disponibile liberamente sul sito [www.luc.edu](http://www.luc.edu)

causa delle forti pressioni delle cosiddette società di temperanza, ossia organizzazioni di stampo politico e religioso che portavano avanti la loro crociata contro la produzione e la vendita di prodotti alcolici. Grazie alla loro pressione sull'apparato politico dell'epoca, tale movimento riuscì a far approvare il Diciottesimo Emendamento alla Costituzione degli Stati Uniti d'America, che proibisce la produzione, la vendita e l'esportazione o importazione di prodotti alcolici e, nella prima sezione, recita<sup>8</sup>:

*"After one year from the ratification of this article the manufacture, sale or transportation of intoxicating liquors within, the importation thereof into, or the exportation thereof from the United States and all territory subject to the jurisdiction thereof for beverage purposes is thereby prohibited"*

Esso entrò effettivamente in vigore il 16 gennaio 1920, e fu potenziato dal *Volstead Act*, che a sua volta proibiva la vendita e il consumo di alcolici nei bar. Le società di temperanza quindi non solo avevano avuto il potere di cambiare le leggi in nome dei loro valori e ideali, ma naturalmente mettevano in pratica ciò che predicavano, rinunciando quindi loro stesse al consumo di alcolici e anche all'investimento in società che li producessero. Il periodo del proibizionismo però non ebbe i risultati sperati, e quindi il Diciottesimo Emendamento venne sostituito in toto nel 1933 dal Ventunesimo Emendamento alla Costituzione degli Stati Uniti d'America, che recita, nella prima sezione<sup>9</sup>:

*"The eighteenth article of amendment to the Constitution of the United States is hereby repealed"*

Si prosegue poi con l'anno 1928, anno in cui nacque il primo fondo di investimento responsabile. Il fondo, chiamato Pioneer Fund, fu fondato da Philip L. Carrett, un giovane giornalista che lavorava per la rivista finanziaria Barron's a Boston: la sua strategia di investimento prevedeva di acquistare azioni di società che avessero un elevato valore intrinseco ma che fossero sottovalutate dal punto di vista del prezzo di

---

<sup>8</sup> Il testo della Costituzione degli Stati Uniti d'America, da cui è tratta questa citazione, è consultabile sul sito [www.senate.gov](http://www.senate.gov)

<sup>9</sup> Di nuovo, si rimanda al sito [www.senate.gov](http://www.senate.gov)

mercato, competitive e caratterizzate da un buon potenziale di crescita, e si preoccupava di evitare di investire invece in società il cui *business* principale fossero alcool e tabacco. Ad oggi, è uno dei fondi di investimento più redditizi della storia<sup>10</sup>.

Se il Pioneer Fund è stato effettivamente il primo fondo socialmente responsabile della storia, il secondo, ma forse più conosciuto, è stato invece il Pax World Fund, creato nel 1971 Luther Tyson e Jack Corbett come risposta agli investitori che volevano impiegare il loro denaro in maniera che non andasse a finanziare la guerra in Vietnam (1955-1975) che era in corso in quegli anni. Luther Tyson, un esponente della chiesa metodista unita, era in quegli anni direttore del Dipartimento della vita economica per il Consiglio della Chiesa e della Società della chiesa metodista unita, e si vide recapitare una lettera da una potenziale investitrice in Ohio che chiedeva se fosse possibile investire in un fondo che non finanziasse industrie legate alla guerra. Dal momento che Tyson si accorse che non esisteva un fondo tale, decise di crearlo lui stesso, con l'aiuto poi di Jack Corbett, altro componente del consiglio<sup>11</sup>.

Oltre alla guerra in Vietnam, più o meno nello stesso periodo stava verificandosi già da tempo un altro fenomeno che avrebbe dato una forte spinta alla crescita degli investimenti sostenibili e responsabili, ossia il regime di *Apartheid* che era presente in Sudafrica, un regime di segregazione razziale messo in atto dalle minoranze bianche nei confronti delle persone di colore e presente dal secondo dopoguerra fino a 1994. Molto sensibile a queste ingiustizie era il reverendo Leon Sullivan: originario della West Virginia, divenne reverendo della Chiesa Battista Sionista a Philadelphia nel 1950. Nel 1971, Sullivan entrò a far parte del consiglio di amministrazione della General Motors (GM), diventando il primo afro-americano a far parte del direttorio di una multinazionale. GM era in quel periodo l'azienda datrice di lavoro più grande che impiegasse persone di colore in Sudafrica e Sullivan usò il suo potere nel consiglio direttivo per far sentire la sua voce contro il regime segregazionista e creare pressione sulle aziende americane che investivano in Sudafrica. Nel 1977 scrisse quelli che oggi

---

<sup>10</sup> Si rimanda ai siti [www.pioneerinvestments.it](http://www.pioneerinvestments.it) e [www.ru.pioneerinvestments.com](http://www.ru.pioneerinvestments.com)

<sup>11</sup> Si rimanda al sito [www.paxworld.com](http://www.paxworld.com)

sono conosciuti come Principi di Sullivan<sup>12</sup>, un vero e proprio codice di condotta per le imprese operanti in Sudafrica:

1. *Non-segregation of the races in all eating, comfort, and work facilities*
2. *Equal and fair employment practices for all employees*
3. *Equal pay for all employees doing equal or comparable work for the same period of time*
4. *Initiation of and development of training programs that will prepare, in substantial numbers, blacks and other nonwhites for supervisory, administrative, clerical, and technical jobs*
5. *Increasing the number of blacks and other nonwhites in management and supervisory positions*
6. *Improving the quality of life for blacks and other nonwhites outside the work environment in such areas as housing, transportation, school, recreation, and health facilities*
7. *Working to eliminate laws and customs that impede social, economic, and political justice (added in 1984)*

Qualche anno dopo la pubblicazione dei principi, più di 100 imprese avevano lasciato il Sudafrica e il regime cominciò a sfaldarsi. La novità dell'azione del reverendo Sullivan fu quella di non aver usato delle politiche di screening negativo per esprimere i propri valori e i propri credo anche nel settore degli investimenti (come erano avvenuto fino a quel momento invece) ma di aver attivamente fatto sentire la propria voce direttamente dall'interno, cercando con il suo potere di membro del consiglio di amministrazione di stimolare l'azione stessa della compagnia GM e indirettamente anche di molte altre. Si può quindi dire che l'azione intrapresa da Sullivan è stato il primo caso noto di politica di *engagement*. Dopo i principi del 1977, nel 1999 un nuovo codice di condotta, conosciuto col nome di Principi Globali di Sullivan (*Global Sullivan Principles*) firmato dallo stesso Sullivan e dall'allora segretario generale delle Nazioni Unite Kofi Annan, fu approvato, non più focalizzato sul particolare regime dell'apartheid in Sudafrica, bensì

---

<sup>12</sup> Si fa riferimento al sito [www.marshall.edu](http://www.marshall.edu), sul quale si trova un progetto molto articolato dal nome *A Principled Man: Rev. Leon Sullivan*, produzione congiunta della Marshall University e MotionMaster

valido per tutte le imprese in modo generale e incentrato sul rispetto dei diritti umani e della giustizia sociale. Qui di seguito i nuovi principi<sup>13</sup>:

1. *Express our support for universal human rights and, particularly, those of our employees, the communities within which we operate, and parties with whom we do business*
2. *Promote equal opportunity for our employees at all levels of the company with respect to issues such as color, race, gender, age, ethnicity or religious beliefs, and operate without unacceptable worker treatment such as the exploitation of children, physical punishment, female abuse, involuntary servitude, or other forms of abuse*
3. *Respect our employees' voluntary freedom of association*
4. *Compensate our employees to enable them to meet at least their basic needs and provide the opportunity to improve their skill and capability in order to raise their social and economic opportunities*
5. *Provide a safe and healthy workplace; protect human health and the environment; and promote sustainable development*
6. *Promote fair competition including respect for intellectual and other property rights, and not offer, pay or accept bribes*
7. *Work with government and communities in which we do business to improve the quality of life in those communities - their educational, cultural, economic and social well-being - and seek to provide training and opportunities for workers from disadvantaged backgrounds*
8. *Promote the application of these principles by those with whom we do business*

Negli anni settanta e ottanta poi, iniziò a farsi strada un'altra problematica che fino a quel momento era stata ignorata, ossia la questione ambientale: ci si rese conto che le attività dell'uomo avevano un certo impatto sull'ambiente, spesso negativo, e che l'ambiente era qualcosa da proteggere. Acquistano importanza temi quali l'uso responsabile delle risorse, l'inquinamento, la preservazione di flora e fauna, e questo impatta anche sul modo di fare finanza, dando un'altra spinta importante allo sviluppo

---

<sup>13</sup> Si rimanda, per una disamina più approfondita del pensiero di Sullivan, al libro: Sullivan, L. H., *Moving Mountains: The Principles and Purposes of Leon Sullivan*, Judson Press, 1999

dello SRI. In particolare, ci furono in quel periodo dei veri e propri disastri ambientali che segnano profondamente l'opinione pubblica: si fa riferimento all'esplosione della centrale nucleare di Chernobyl (1986) e, tra gli altri, anche all'incagliamento della petroliera Exxon Valdez (1989) che riversò in mare milioni di litri di petrolio a largo dell'Alaska. In quegli anni, di preciso nel 1984, nacque un altro importante fondo socialmente responsabile: lo Stewardship Friend, a cura della società finanziaria britannica Friends Provident. Nata inizialmente come mutua assicuratrice di stampo religioso riservata solo ai Quaccheri, più in là si aprì al mercato e oggi è chiamata Friends Life: il fondo in questione, lanciato nel 1984, cambiando nome anch'esso - Stewardship Life - oggi gestisce un patrimonio di più di 200 milioni di sterline e applica criteri sia di screening negativo, che di *best in class* che infine di *engagement* e dialogo con le aziende<sup>14</sup>.

Da quel momento in poi, si sono susseguiti sempre nuovi prodotti per gli investitori responsabili e quella che era una nicchia del settore degli investimenti è oggi diventata un tema *mainstream*.

### 1.3 I fattori E, S e G

Approfondiamo, in questo paragrafo, anche se in maniera piuttosto sintetica, che cosa significano le tre lettere dello SRI: E, S e G. Abbiamo detto, quando parlavamo di definizioni più sopra, che lo SRI è quel tipo di investimento che integra anche fattori extra-finanziari che sono appunto quello ambientale, quello sociale e quello che riguarda la *governance*. Ognuna di queste tre dimensioni è fortemente sfaccettata al suo interno, e presenta molti temi di grande attualità con cui lo SRI si trova a confrontarsi quotidianamente. Vediamoli più in dettaglio, rifacendoci al testo di Fung, Law e Yau<sup>15</sup>. Per quanto riguarda il primo pilastro, l'ambiente, i tre autori suddividono i criteri in tre categorie: eco-efficienza, impatto ambientale, e gestione ambientale.

---

<sup>14</sup> Si faccia riferimento, per maggiori dettagli, al sito [www.friendslife.co.uk](http://www.friendslife.co.uk)

<sup>15</sup> Fung, H., Law, S. A., Yau, J., *Socially Responsible Investment in a Global Environment*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2010



- Eco-efficienza: è la categoria che tratta della produzioni di beni/servizi sfruttando le risorse naturali il meno possibile, e cercando di produrre rifiuti e inquinamento il meno possibile:
  - Minimo uso di acqua
  - Minimo uso di energia
  - Minimo smaltimento dei rifiuti in discariche
  - Minima emissione di gas serra
  - Minimo uso di trasporti durante produzione e distribuzione
  - Massimo uso di materiali sostenibili
  - Massimo uso di materiali riciclati
  - Massimo uso di energia alternativa o rinnovabile
  - Produzione di beni che durano nel tempo
  - Produzione di beni con possibilità di riciclo o riutilizzo alla fine della loro vita
- Impatto ambientale:
  - Inquinamento di acqua, suolo, aria e falde acquifere
  - Perdita di biodiversità, diminuzione della flora e della fauna, e perdita di habitat naturali
  - Impatto su risorse economicamente importanti come le foreste o peschiere
  - Licenza di operare in comunità che hanno a disposizione molte risorse naturali
- Gestione ambientale: questa categoria è focalizzata sulla capacità delle imprese di gestire il loro impatto ambientale:
  - Implementazione di solidi sistemi di gestione ambientale che documentino i protocolli usati, i risultati ottenuti e che monitorino gli impatti ambientali
  - Passate e correnti responsabilità ambientali
  - Dichiarazione di politica da parte dei funzionari dell'azienda circa la loro posizione su questioni ambientali
  - Coinvolgimento con organizzazioni non governative di stampo ambientale nel finanziare progetti focalizzati sull'ambiente
  - Certificazioni da gruppi industriali
  - Premi e riconoscimenti da parte di organizzazioni indipendenti

- Istituzione di sistemi ambientali attraverso tutto il ciclo di vita dei beni e servizi prodotti
- Previsione di una formazione per i dipendenti e promozione di consapevolezza sulla cultura ambientale

Per quanto invece riguarda la dimensione del sociale, gli autori fanno una distinzione di nuovo in tre categorie: lavoro, sviluppo sociale e *corporate governance*. Noi prenderemo quest'ultima categoria come una categoria a parte, ossia come la terza dimensione che fa capo alla lettera G, e che quindi vedremo tra poco. Per il sociale, le due categorie includono diversi criteri:

- Lavoro:
  - Adesione a leggi sul lavoro nazionali e internazionali
  - Buona salute e documentazione e protocolli di sicurezza
  - Trattamento equo e non-discriminazione
  - Salario equo e/o salario minimo e commercio equo con i fornitori
  - Livello dei benefici per i dipendenti
  - Licenza per operare nelle comunità, o relazioni positive con le comunità
- Sviluppo sociale:
  - Violazione di diritti umani
  - Programmi sociali e investimenti in aree in via di sviluppo
  - Operazioni in paesi stranieri
  - Aziende con fondazioni o autorizzazioni che aiutano comunità povere o nazioni in via di sviluppo
  - Contributi politici
  - Impegno in aree con disordini politici, disordini sociali, o insuccesso nell'aderire a diritti e leggi internazionali

Infine, passiamo alla terza dimensione, quella della *governance*, dove i criteri sono, tra gli altri, i seguenti:

- Livello dei diritti dei soci, attivismo dei soci, e coinvolgimento degli *stakeholders*
- Struttura del consiglio e sua composizione
- Presenza di atto costitutivo e regolamento
- *Audit* indipendente, trasparenza, *disclosure*

Oltre alle suddette tre dimensioni, spesso l'investimento sostenibile e responsabile è in qualche modo legato a doppio filo anche con questioni etiche e religiose (come abbiamo visto anche sopra, scorrendo la storia dello sviluppo dello SRI), che chiaramente variano, e molto, a seconda di quelle che sono le inclinazioni e le credenze di chi gestisce e di chi effettua un investimento. Per questi motivi, vengono spesso esclusi dagli investimenti SRI interi settori, come quello del nucleare, dell'alcol, del tabacco: questo approccio lo ritroveremo anche nelle varie metodologie di costruzione di indici sostenibili, come vedremo nel prossimo capitolo.

## **1.4 Le strategie SRI**

Per mettere in pratica un investimento sostenibile e responsabile ci sono molti modi, che da qui in avanti chiameremo strategie. Ci rifaremo, per classificare e analizzare le varie strategie, all'ultimo *report* Eurosif<sup>16</sup>: quindi, in particolare, ci riferiremo nel prosieguo del paragrafo al solo caso dell'Europa, mentre daremo anche uno sguardo molto generale su quella che è la situazione dello SRI a livello mondiale. Nel *report* del 2016, Eurosif individua, come già introdotto nel 2012, ben sette strategie diverse di investimento SRI, che vediamo riportate nella tabella sottostante:

---

<sup>16</sup> Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

**Tabella 1: strategie di investimento SRI**

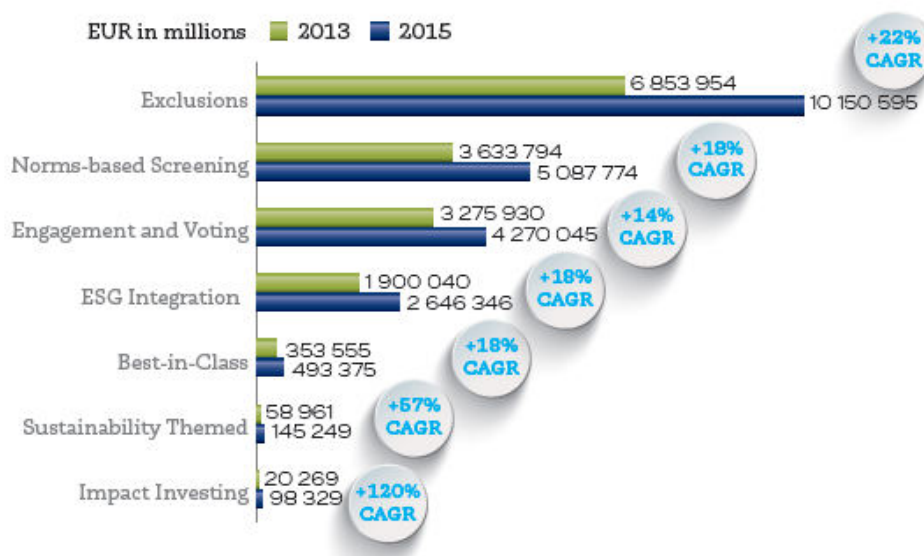
Eurosif	Corrispondente GSIA	Corrispondente PRI	Corrispondente EFAMA
Exclusion of holdings from investment universe	Negative/exclusionary screening	Negative/exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
Norms-based screening	Norms-based screenings	Norms-based screenings	Norms based approach (type of screening)
Best-in-Class investment selection	Positive/best-in-class screening	Positive/best-in-class screening	Best-in-Class policy (type of screening)
Sustainability themed investment	Sustainability-themed investing	Sustainability themed investing	Thematic investment (type of screening)
ESG integration	ESG integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting on sustainability matters	Corporate engagement and shareholder action	Active ownership and engagement (three types): Active ownership Engagement (Proxy) voting and shareholder resolution	Engagement (voting)
Impact investing	Impact/community investing	-	-

Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Come dicevamo, le strategie che andremo a studiare nel prosieguo sono quelle di Eurosif, ma nella tabella possiamo vedere anche come altre organizzazioni hanno individuato le loro proprie strategie. Tornando a noi, possiamo vedere dal grafico sottostante qual è stata la crescita annua per ognuna delle sette strategie a livello europeo:

## Grafico 1: panoramica delle strategie SRI in Europa

Figure 1: Overview of SRI Strategies in Europe



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

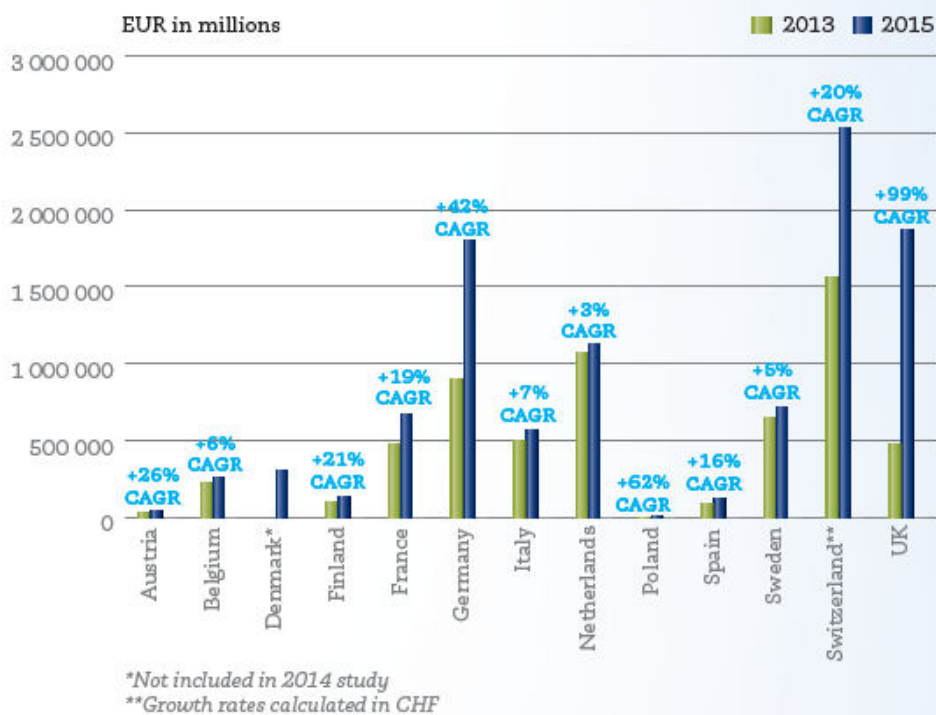
Dal grafico è subito chiaro che la strategia a livello europeo che risulta essere la più utilizzata è quella di esclusione: essa ha avuto una crescita annua pari al 22% (CAGR è un acronimo che sta per *Compound Annual Growth Rate*, ossia Tasso Composto Annuo di Crescita), seguita poi dallo *screening* basato su normative e leggi, dall'*engagement* e azionariato attivo, dall'integrazione dei fattori ESG, dalla strategia *best-in-class*, dall'investimento sostenibile tematico e infine dall'*impact investing* (investimento d'impatto). È interessante notare tuttavia che, sebbene l'esclusione sia la strategia ancora più diffusa, non è quella che ha riportato il tasso di crescita maggiore, che spetta invece a buon diritto all'*impact investing*: infatti, nonostante sia ultima in classifica per masse gestite è quella che ha avuto il tasso di crescita più alto, pari a ben il 120% annuo, seguita a lunga distanza dall'investimento sostenibile tematico, che ha invece fatto segnare una crescita annua del 57%.

Vediamo ora brevemente di descrivere un po' più nel dettaglio le sette strategie e di fornire qualche dato numerico sulle stesse. Iniziamo con la strategia dell'esclusione: essa consiste nell'escludere alcune compagnie o settori considerati controversi. L'esclusione può basarsi su fattori ESG oppure su standard internazionali o convenzioni, e include una valutazione di quanta parte dei profitti una compagnia ottiene dai prodotti/servizi esclusi. A livello europeo, lo stato che utilizza maggiormente tale

strategia è la Svizzera, come si può vedere dal grafico qui sotto, seguita da Regno Unito, che registra il più alto tasso di crescita (99% annuo) e Germania.

## Grafico 2: panoramica della strategia di esclusione per Paese

Figure 13: Growth of Exclusions by Country

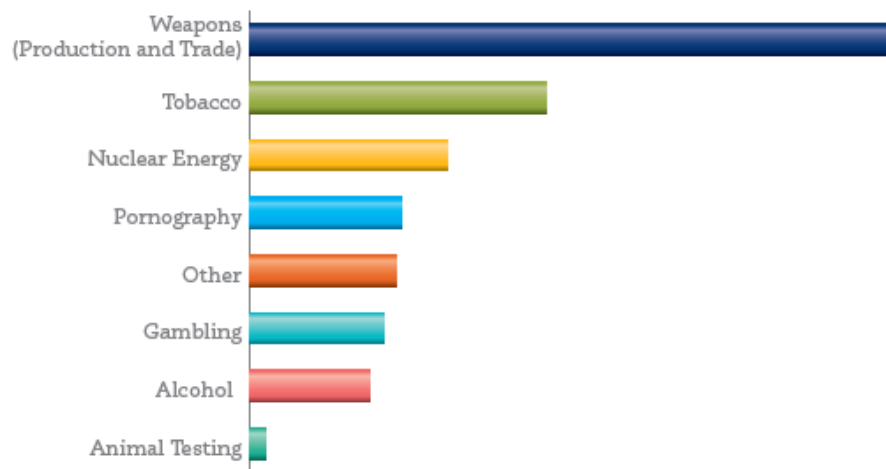


Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Nel prossimo grafico vediamo invece quali sono i settori più frequentemente esclusi: in ordine armi, tabacco, energia nucleare, pornografia, altri, scommesse, alcol, test su animali.

### Grafico 3: criteri principali di esclusione in Europa

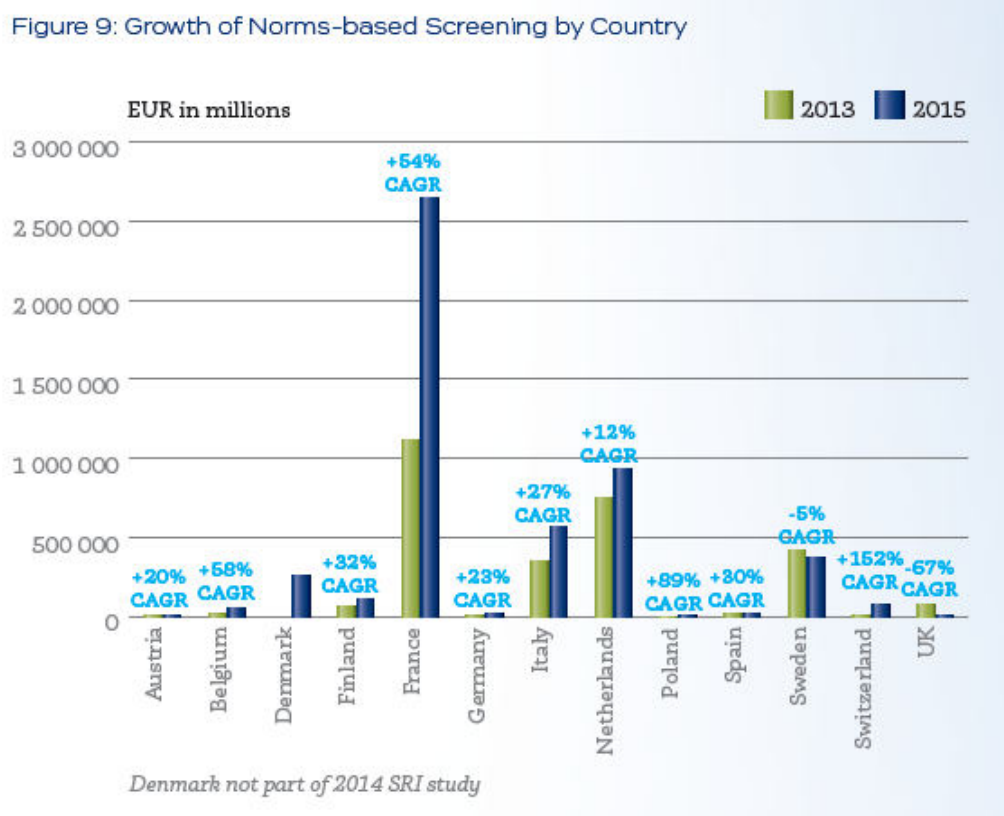
Figure 14: Top exclusion criteria (EU-13 average)



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Passiamo ora alla seconda strategia in ordine di diffusione, che è lo *screening* basato su norme. Questo tipo di *screening* va a selezionare le compagnie in base al fatto che aderiscano o meno a norme valide a livello mondiale sulla protezione dell'ambiente, sui diritti umani, sugli standards lavorativi e anti-corruzione. Alcuni esempi di queste linee guida sono quelle dell'OECD per le multinazionali, le linee guida del progetto UN Global Compact e altre. Spesso lo *screening* basato su norme è usato in combinazione con l'*engagement*, in quanto se una compagnia non rispetta gli standards a cui ha aderito, gli investitori possono pensare di aprire un dialogo con la stessa per risolvere il problema, oppure possono valutare l'esclusione direttamente. La crescita nel biennio 2013-2015 di questa strategia in Europa è stata pari al 40%. Vediamo invece dal grafico sotto che la Francia è il paese europeo leader per masse gestite, e che la Svizzera è quella che invece ha riportato nel biennio 2013-2015 il più elevato tasso di crescita annuo, pari al 152%.

#### Grafico 4: panoramica della strategia di *screening* basato su norme per Paese



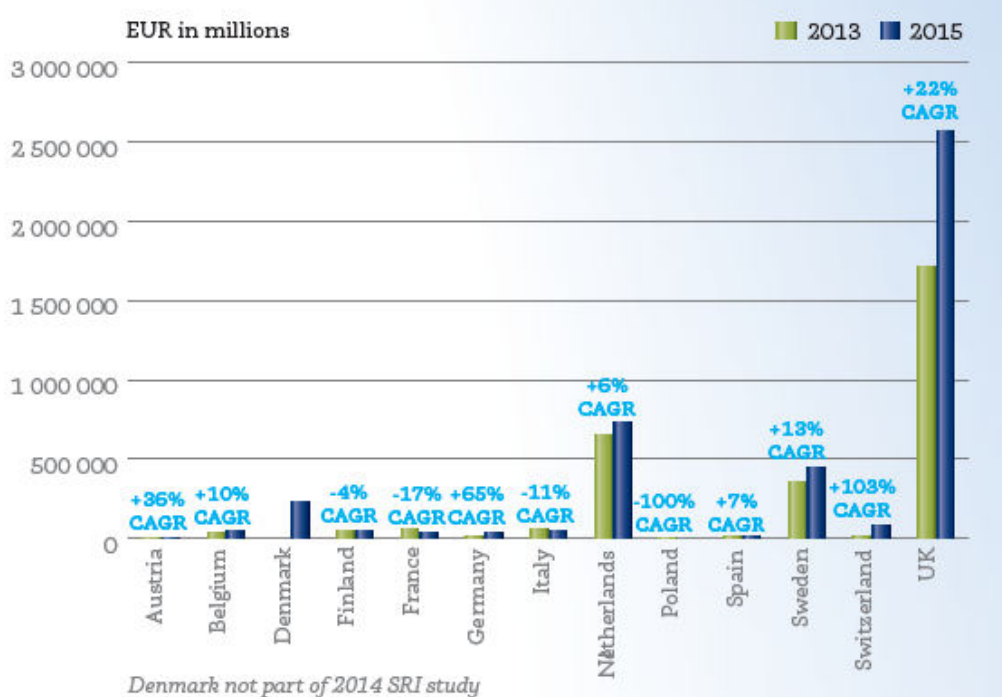
Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

La terza strategia in ordine di diffusione è l'*engagement* e azionariato attivo: esso consiste nell'aprire un dialogo da parte dell'investitore nei confronti della compagnia in cui si va a investire, e nel prendere parte, come soci, alle varie assemblee dei soci per poter esprimere la propria voce sugli argomenti oggetto della stessa. È sicuramente la strategia più incisiva dal momento che è l'unica che prevede una relazione attiva e dinamica tra compagnie e investitori. Ha fatto registrare, nel biennio 2013-2015, un incremento del 30% a livello europeo: a livello nazionale il leader rimane il Regno Unito dal punto di vista delle masse gestite, mentre è la Svizzera il paese che fa registrare il più alto tasso di crescita nel biennio 2013-2015, pari al 103% annuo.



## Grafico 5: panoramica della strategia di *engagement* e azionariato attivo per Paese

Figure 11: Growth of Engagement & Voting by Country



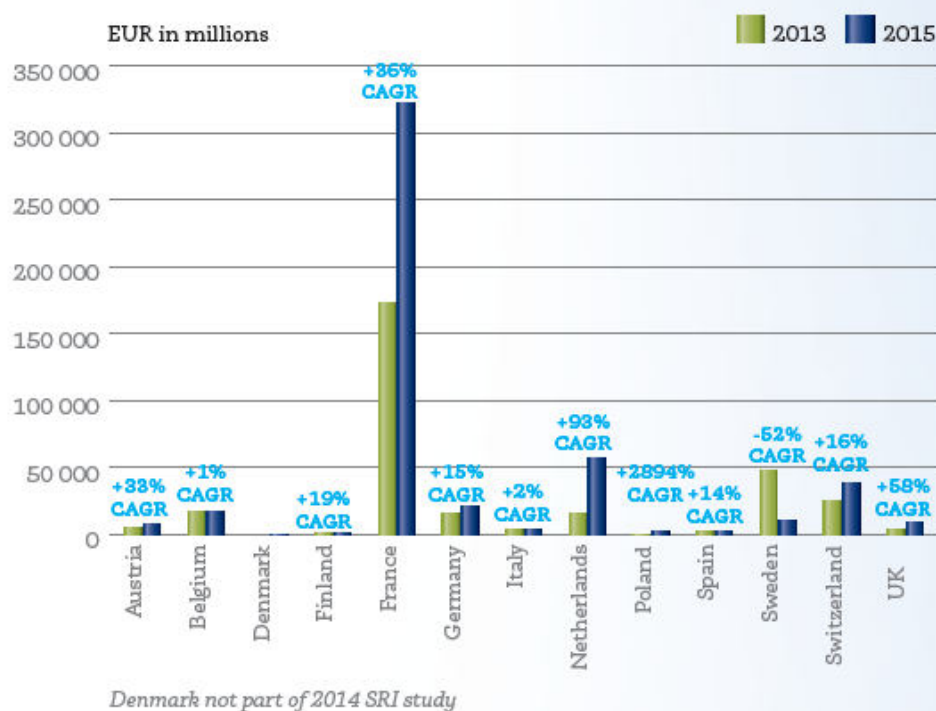
Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

La quarta strategia per masse gestite è l'integrazione dei fattori E, S e G nelle decisioni di investimento. Consiste nel prendere in considerazione, qualora si effettui un investimento, non sono i classici parametri finanziari dello stesso, come rischio, rendimento, liquidità, ecc...ma anche i fattori E, S e G, riconoscendo loro una importanza pari a quella delle caratteristiche tradizionali. Il *report* di Eurosif non è riuscito a determinare dati precisi su questa strategia, in quanto essa è un po' trasversale a tutte le altre, e si può dire coincide con la definizione stessa di SRI.

Segue, al quinto posto, la strategia *best-in-class*: questa strategia prevede uno *screening* cosiddetto "positivo", nel senso che prevede di scegliere solo quelle compagnie che si sono dimostrate leaders per impegno e responsabilità dal punto di vista ESG all'interno di un determinato settore. Tale strategia ha registrato una crescita nel biennio 2013-2015 pari al 40% a livello europeo, mentre a livello nazionale di nuovo si conferma leader la Francia (per masse gestite), con la Polonia che fa registrare il tasso di crescita annuo più elevato (pari a 2894%).

## Grafico 6: panoramica della strategia di *best in class* per Paese

Figure 3: Growth of Best-in-Class Investments by Country

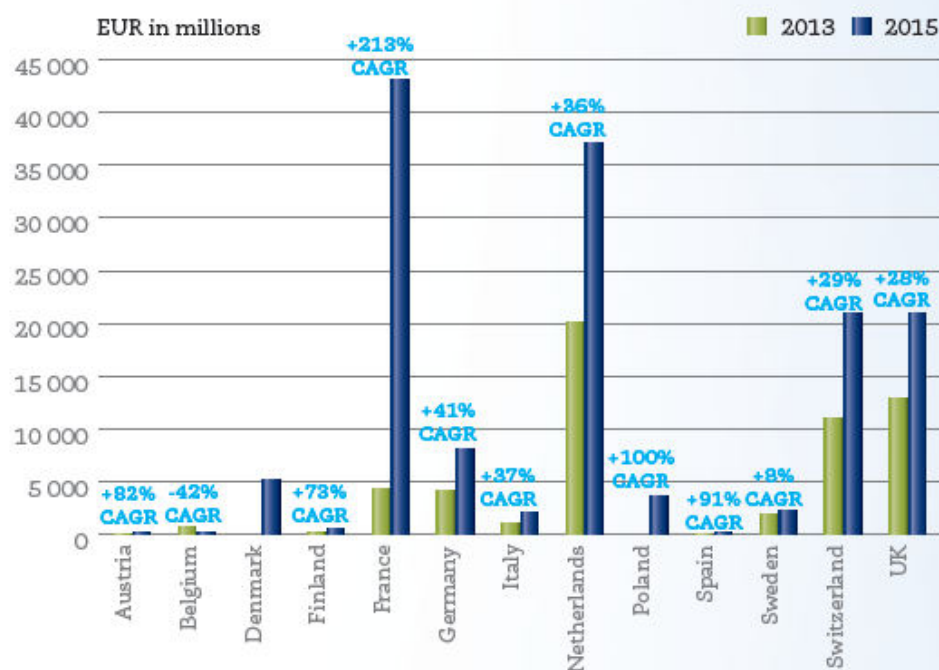


Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

La penultima strategia è quella dell'investimento sostenibile tematico, ossia quell'investimento che si concentra su temi ESG specifici, come per esempio la gestione delle risorse idriche o il cambiamento climatico, tanto per citarne alcuni. Nel biennio 2013-2015 tale strategia ha avuto una crescita a livello europeo pari al 146%. In questo caso, la Francia è il paese leader per masse gestite ed è anche quello che ha riportato un tasso di crescita annuo maggiore, pari al 213% (sempre nel biennio 2013-2015). A livello europeo, le tematiche preferite dagli investitori che adoperano questa strategia sono quelli legati all'ambiente e al clima: dopo il primo posto occupato dal settore delle costruzioni, troviamo infatti le energie rinnovabili, la gestione delle risorse idriche, altri, l'efficienza energetica, la gestione dei rifiuti, trasporti sostenibili e infine l'utilizzo del suolo e delle foreste nonché l'agricoltura in generale.

## Grafico 7: panoramica della strategia di investimento sostenibile tematico per Paese

Figure 5: Growth of Sustainability Themed Investments by Country

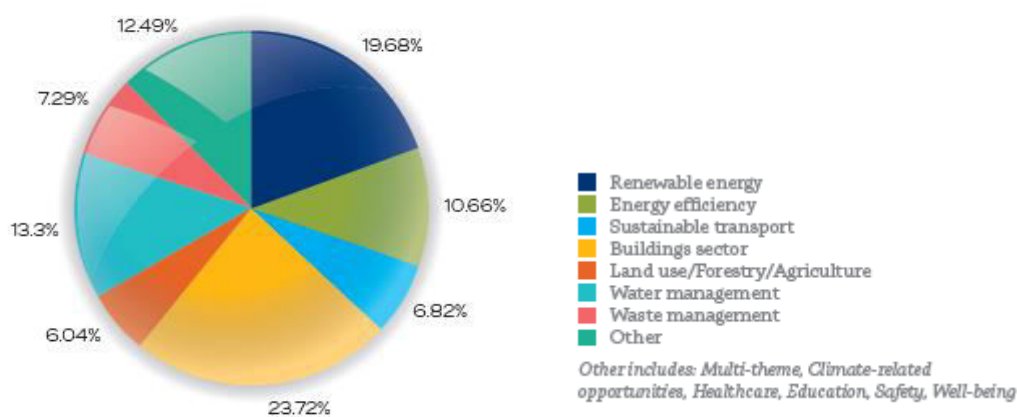


Denmark not part of 2014 SRI study

Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

## Grafico 8: temi principali utilizzati nella strategia dell'investimento sostenibile tematico in Europa

Figure 6: Sustainability themed investments

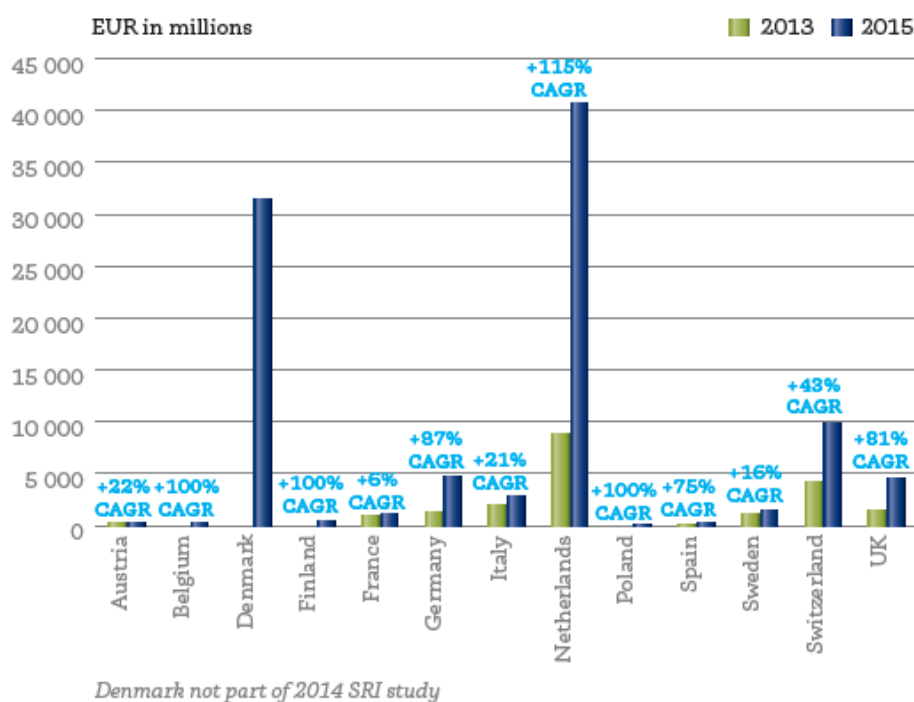


Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Infine, terminiamo l'esposizione delle varie strategie parlando dell'*impact investing*, ossia l'investimento d'impatto: si tratta di una strategia di investimento che va a finanziare progetti ben definiti dove accanto a un ritorno economico si richiede anche un ritorno in termini di benefici sulla società, sull'ambiente e sul territorio più in generale. Questa, seppur ultima per masse gestite in Europa, è la strategia che ha visto la crescita maggiore, con uno sbalorditivo 385% nel biennio 2013-2015 a livello europeo. Per quanto invece riguarda la situazione dei vari paesi, è l'Olanda che traina il carro, confermandosi sia il paese che utilizza maggiormente tale strategia sia quello in cui la stessa ha avuto una crescita maggiore, con un 115% annuo.

### Grafico 9: panoramica della strategia di *impact investing* per Paese

Figure 19: Growth of Impact Investments by Country



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Questa appena descritta era la situazione europea, che è quella che ci interessa più da vicino. Tuttavia, qui di seguito possiamo anche dare uno sguardo a quella che è la situazione a livello globale. Ci riferiamo, per farlo, alla *review* biennale pubblicata da

GSIA (Global Sustainable Investment Alliance)<sup>17</sup>, una sorta di collaborazione tra la varie realtà di investimento sostenibile a livello mondiale. Questo *report* prende in considerazione i dati raccolti dai *reports*, come quello di Eurosif, delle varie regioni del mondo (in particolare, Europa, Canada, Stati Uniti, Australia/Nuova Zelanda e Asia) e li elabora in modo da dare un visione collettiva a livello globale di quello che è l'investimento sostenibile e responsabile. Le strategie usate da GSIA sono molto simili a quelle usate da Eurosif, e si possono trovare nella Tabella 1. Dal primo grafico possiamo vedere quant'è la percentuale di investimenti SRI sul totale delle masse gestite: è leader l'Europa, con quasi il 60% del totale, seguita da Canada, Stati Uniti, Australia/NZ e Asia, con solo lo 0,8%. Interessante notare che dal 2012 al 2014 a livello globale la percentuale di SRI sul totale di masse gestite è aumentato dal 21,5% al 30,2%.

**Tabella 2: percentuale di SRI sul totale delle masse gestite per regione**

<b>Table 1: Proportion of SRI relative to total managed assets</b>		
	<b>2012</b>	<b>2014</b>
Europe	49.0%	58.8% <sup>4</sup>
Canada	20.2%	31.3%
United States	11.2%	17.9%
Australia	12.5%	16.6%
Asia	0.6%	0.8%
Global	21.5%	30.2%

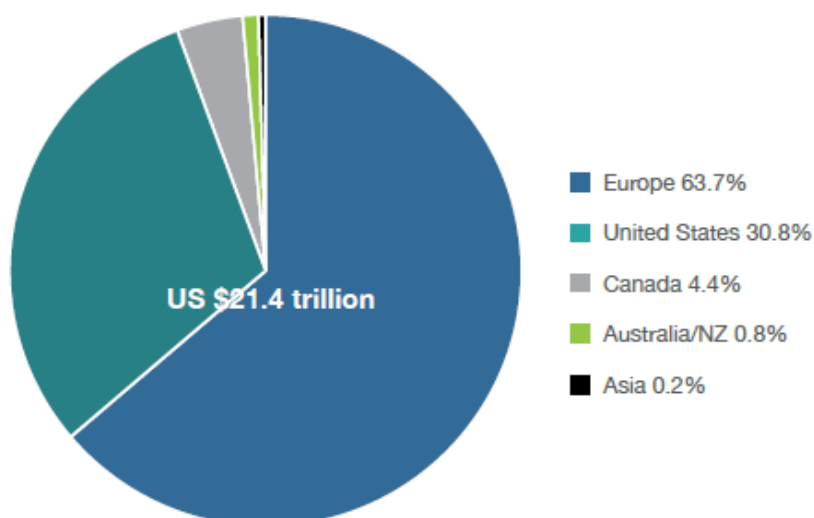
Fonte: GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014, in [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

Parlando invece solo di masse gestite (esprese in trilioni di dollari americani) secondo criteri SRI, è di nuovo leader l'Europa, con ben il 63,7%, seguita dagli Stati Uniti con il 30,8%: solo queste due zone gestiscono più del 90% degli investimenti SRI a livello mondiale. Con molto distacco troviamo in ordine Canada, Australia/NZ e Asia, il cui totale ammonta a poco più del 5%.

<sup>17</sup> GSIA (2014), *Global Sustainable Investment Review*, in [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

**Grafico 10: Percentuale di SRI per masse gestite per regione**

**Figure 1: Proportion of Global SRI Assets by Region**

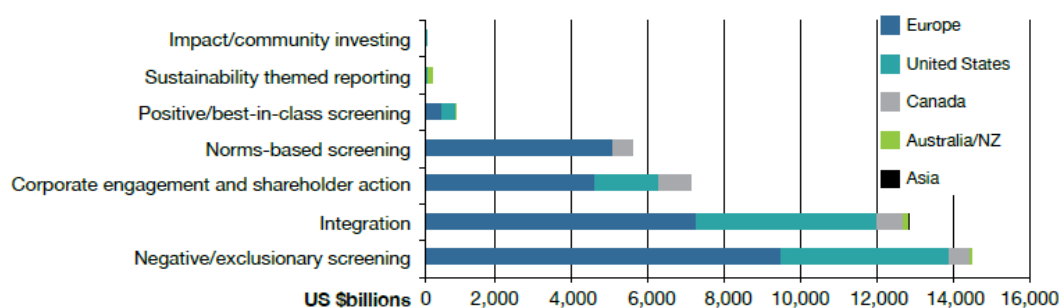


Fonte: GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014, in [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

Passando ora a parlare delle strategie, anche a livello globale la più diffusa per masse gestite è sempre quella dell'esclusione, seguita dall'integrazione ESG, dall'*engagement* e azionariato attivo, dallo *screening* basato su norme, dalla strategia *best-in-class*, dall'investimento a tema e infine dall'*impact investing*.

**Grafico 11: panoramica dello SRI per strategia e per regione**

**Figure 2: SRI Assets by Strategy and Region**



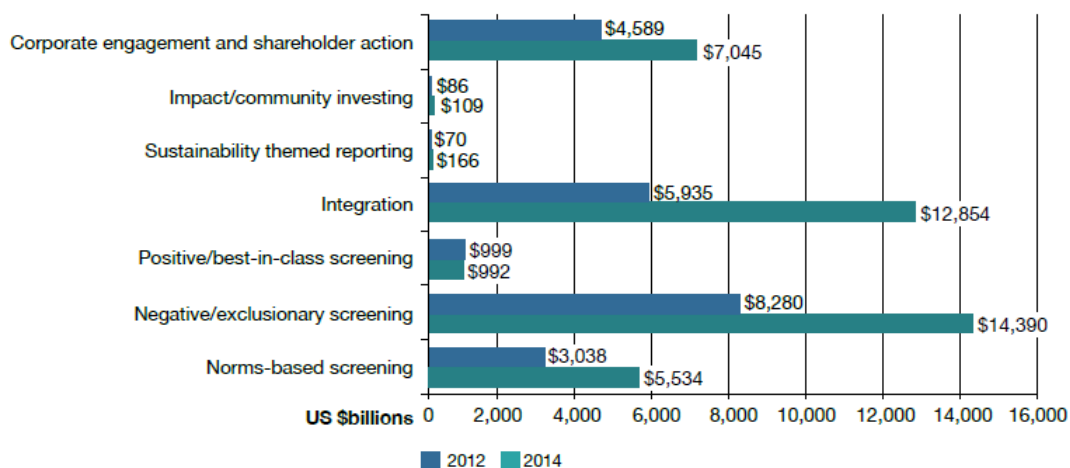
Fonte: GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014, in [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

Per quanto invece riguarda la crescita in percentuale delle suddette strategie, quella che ha riportato il più alto tasso di crescita è stata l'investimento a tema, mentre quella che è

creciuta di meno risulta essere la *best-in-class* (-1%) e anche l'*impact investing* (solo il 26%).

**Grafico 12: crescita delle strategie dal 2012 al 2014 a livello globale**

**Figure 3: Growth of Strategies 2012–2014**



Fonte: GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014, in [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

**Tabella 3: crescita delle strategie (%) dal 2012 al 2014 a livello globale**

Table 3: Growth of Strategies 2012–2014			
	2012	2014	Growth
Norms-based screening	\$3,038	\$5,534	82%
Negative/exclusionary screening	\$8,280	\$14,390	74%
Positive/best-in-class screening	\$999	\$992	-1%
ESG integration	\$5,935	\$12,854	117%
Sustainability-themed investing	\$70	\$166	136%
Impact/community investing	\$86	\$109	26%
Corporate engagement and shareholder action	\$4,589	\$7,045	54%

Note: Asset values are expressed in billions.

Fonte: GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014, in [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

## 1.5 Performance dello SRI

Esistono centinaia, se non migliaia, di studi che affrontano lo spinoso argomento della performance degli investimenti sostenibili e responsabili. L'argomento è spinoso in quanto è credenza comune quella per cui, quando si effettua un investimento improntato a fattori ESG, si debba necessariamente accettare una performance peggiore di quella che si otterrebbe con un investimento finanziario tradizionale. In realtà, come la letteratura ha dimostrato, non ci sono differenze statisticamente significative tra la performance dello SRI e quella degli investimenti tradizionali. Andremo qui di seguito a elencare quelle che sono le conclusioni riportate da alcuni studi piuttosto recenti che si sono presi l'onere di andare ad analizzare i risultati di moltissimi studi sulla performance dello SRI e di sintetizzarli in poche decine di pagine. Era infatti impossibile, in questa sede, vagliare tutti gli studi disponibili in letteratura e tirare delle conclusioni: è per questo motivo che si sfrutteranno le pubblicazioni di chi ha già fatto per noi questo lungo lavoro.

Il primo studio<sup>18</sup> che prendiamo in considerazione, considerato un po' l'antesignano di tutti quelli che vedremo, è quello di UNEP FI<sup>19</sup> dell'ottobre del 2007. Tale studio analizza i risultati di venti studi accademici e quelli di dieci studi pubblicati da *brokers*. Il discorso sulla correlazione tra i risultati degli studi e le particolarità di ogni studio sarebbe molto lungo: infatti, spesso una determinata conclusione deriva da molti fattori, tra cui l'approccio analitico usato, il tipo di SRI (fondo, indice, ecc...) preso in considerazione, l'approccio di selezione ESG applicato (screening negativo, positivo, engagement, ecc...), il tempo di analisi considerato, ecc..., quindi qui ci limiteremo a vedere quanti studi, indipendentemente da come sono stati effettuati, riportano una correlazione negativa, neutra o positiva tra l'inclusione di fattori ESG negli investimenti e la performance degli stessi. Per quanto riguarda il primo gruppo, quello dei venti studi accademici, i risultati sono i seguenti: sei studi con risultato positivo, due studi con

---

<sup>18</sup> UNEP FI e Mercer, *Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors*, 2007, in [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)

<sup>19</sup> UNEP FI è l'acronimo di United Nations Environment Programme - Financial Initiative. È una collaborazione tra il programma ambientale delle Nazioni Unite e la comunità finanziaria globale, che nasce nel 1992 al Summit della Terra con la missione di promuovere la finanza sostenibile. Il cuore di questo progetto è la dichiarazione d'impegno (*Statement of Commitment*), a cui ogni istituzione finanziaria che voglia partecipare al programma deve aderire. Per maggiori informazioni si rimanda al sito [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)



risultato neutrale-positivo, quattro studi con risultato neutrale, uno con risultato neutrale-negativo e tre infine con risultato negativo. Per quanto riguarda invece i dieci studi di *brokers*, sette riportano un risultato neutrale (alcuni sono stati contrassegnati come neutrali in quanto non presenti specifici test di correlazione nello studio) e tre uno positivo. Da questo primo studio possiamo quindi dire che sicuramente la correlazione tra fattori ESG e performance è solo in pochissimi casi negativa, mentre nella maggior parte dei casi è neutrale e alcune volte positiva. Questo significa che di solito non vi è da pagare un costo in termini di minor rendimento qualora si scelga di effettuare un investimento orientato alla sostenibilità.

**Tabella 4: panoramica dei risultati degli studi accademici della review congiunta  
UNEP FI e Mercer (2007)**

	Authors	Title of study	Time period of study	E, S or G	RI approach	Findings on ESG factors
1	Abramson, L. & Chung, D. (2000)	Socially responsible investing: Viable for value investors?	Sep 1990 - Mar 2000	ESG	Screening	positive
2	Barnett, M. & Salomon, R. (2006)	Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance.	Jan 1972 - Dec 2000	E and S	Screening	neutral-positive
3	Bauer, R., Otten, R. & Rad, A. (2006)	Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?	Nov 1992 - Apr 2003	ESG	Screening	neutral
4	Bello, Z. (2005)	Socially responsible investing and portfolio diversification.	Jan 1994 - Mar 2001	Mainly S	Screening	neutral
5	Benson, K.L., Brailsford, T.J. & Humphrey, J.E. (2006)	Do socially responsible fund managers really invest differently?	Jan 1994 - Dec 2003	Mainly S	Screening	neutral
6	Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006)	Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures.	Jun 1997 - Jun 2002	E and S	Screening	neutral-negative
7	Chong, J., Her, M. & Phillips, G.M. (2006)	To sin or not to sin? Now that's the question.	Sep 2002 - Sep 2005	Mainly S	Screening	negative
8	Core, J., Guay, W. & Rusticus, T. (2006)	Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations.	Sep 1990 - Dec 1999	G	Activism	neutral
9	Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. & Koedijk, K. (2005)	The eco-efficiency premium puzzle. <sup>1</sup>	Jul 1995 - Dec 2003	E	ESG integration	positive
10	Geczy, C., Stambaugh, R. & Levin, D. (2005).	Investing in socially responsible mutual funds (working paper). <sup>2</sup>	Jul 1963 - Dec 2001	S	Screening	negative
11	Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003)	Corporate governance and equity prices.	Jan 1990 - Dec 1999	G	Activism	positive
12	Hong, H. & Kacperczyk, M. (2006)	The price of sin: The effects of social norms on markets (working paper).	Jan 1965 - Dec 2004	S	Screening	negative
13	Opler, T.C. & Sokobin, Jo. (1995)	Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors.	Jan 1991 - Dec 1993	G	Activism	positive
14	Orlitzky, M., Schmidt, F.L. & Rynes, S.L. (2003)	Corporate social and financial performance: A meta-analysis. <sup>3</sup>	Jan 1972 - Dec 1997	S, and E to a lesser extent	Screening	positive
15	Schröder, M. (2004)	The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices.	Varied start date: mid-1990s - Sep 2002	ESG	Screening	neutral-positive
16	Shank, T.M., Manullang, D.K. & Hill, R.P. (2005)	Is it better to be naughty or nice?	Dec 1993 - Dec 2003	ESG, with more S than E and G	Screening	positive
17	Smith, M.P. (1996)	Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS.	Jan 1987 - Dec 1993	G	Activism	positive
18	Statman, M. (2000)	Socially responsible mutual funds.	May 1990 - Sep 1998	Mainly S	Screening	positive
19	Statman, M. (2006)	Socially responsible indexes: Composition, performance, and tracking error. <sup>4</sup>	May 1990 - Apr 2004	Mainly S	Screening	positive
20	Van de Velde, E., Vermeir, W. & Corten, F. (2005)	Corporate social responsibility and financial performance.	Jan 2000 - Nov 2003	ESG	ESG integration /Screening	positive

Fonte: UNEP FI e Mercer, *Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors*, 2007, in [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)

**Tabella 5: panoramica dei risultati degli studi di brokers della review congiunta  
UNEP FI e Mercer (2007)**

	Authors	Title of study	Time period of study	E, S or G	RI approach	Findings on ESG factors
1	Dell, B., McMahon, N., Goller, A., & Gruber, S. (2007), Bernstein Research	Berstein energy: An energy or environmental problem? The impact of CO <sub>2</sub> regulation on oil demand and alternative plays	Feb 2007	Mainly E	Thematic	neutral*
2	Bumm, P., Carballo, I., Halden, D., Lambert, P., Lamotte, C., Ocina, J.R., Patrick, D., Sikorsky, M. & Voisin, S. (2007), Cheuvreux	Biofuel challenges: A shift in leadership?	1990-2005	E	Thematic	neutral*
3	Tyrrell, M. & Brown, M. (2006), Citigroup Global Markets	Sustainability compendium: Updating our sustainable investable themes	Feb 2006	ESG	Thematic/ ESG integration	neutral*
4	Forrest, S., Ling, A., Lanstone M. & Waghorn, J. (2006), Goldman Sachs	Enhanced energy ESG framework	2004-2006	ESG	ESG integration	positive
5	Fox, M., Forrest, S., Ling, A. & Lynch, M. (2007), Goldman Sachs	Global food & beverages: Integrating ESG	1992-2006	ESG	ESG integration	neutral
6	Ling, A., Forrest, S., Mallin-Jones, P. & Feilhauer, S. (2006), Goldman Sachs	Global mining and steel: Integrating ESG	2002-2005	ESG	ESG integration	positive
7	Llewellyn, J. (2007), Lehman Brothers	The business of climate change: Challenges and opportunities	Feb 2007	Mainly E	Thematic	neutral*
8	Palmier, H. & Desmartin, J.P. (2006), Oddo Securities	Nanotechnologies: There are still plenty of opportunities and uncertainties at the bottom	2004-2015	E and S	Thematic	neutral*
9	Hudson, J. & Knott, S. (2006), UBS Investment Research	Alternative alpha: Infrastructure - The long view	Nov 2006	ESG	Screening	neutral
10	Garz, H. & Volk, C. (2007), WestLB Extra-Financial Research	What really counts. The materiality of extra-financial factors	2000-2005	ESG	ESG integration	positive

Fonte: UNEP FI e Mercer, *Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors*, 2007, in [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)

Nel 2009, Mercer<sup>20</sup> pubblica un aggiornamento dello studio precedente in collaborazione con UNEP FI: in questa nuova pubblicazione, vengono presi in considerazione 16 nuovi studi pubblicati fino a quel momento che analizzano la correlazione tra sostenibilità e performance finanziarie. Su 16 studi, 10 mostrano una relazione positiva, quattro riportano una relazione di neutralità e infine due parlano di relazione neutrale-negativa. Inoltre, tutte e tre le dimensioni della sostenibilità (E, S e G) sembrano avere un effetto positivo sui risultati finanziari delle imprese che le adottano.

<sup>20</sup> Mercer, *Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impact*, 2009, in [www.law.harvard.edu](http://www.law.harvard.edu)

**Tabella 6: panoramica dei risultati degli studi della review Mercer (2009)**

	Author(s) (year of publication)	Title of study	Period of study	E, S or G	RI approach	Findings on ESG factors
1	Ammann M, Oesch D, Schmid MM (2009)	Corporate governance and firm value: International evidence	2003 – 2007	G	ESG integration (specifically G)	Positive
2	Cortez MC, Silva E, Areal N (2009)	The performance of European socially responsible funds	Aug 1996 – Feb 2007	E, S, G	Screening	Neutral
3	Cunningham GM, Hassel LG, Nilsson H (2007)	A study of the provision of environmental information in financial analysts' research reports	Jan 2001 – May 2004	E	ESG integration (specifically E)	Neutral
4	Edmans A (2008)	Does the stock market value intangibles? Employee satisfaction and equity prices	Apr 1984 – Jan 2006	S	Screening	Positive
5	Galema R, Lensink R, Spierdijk L (2008)	International diversification and microfinance	1997 – 2007	S	Thematic	Positive
6	Galema R, Plantinga A, Scholtens B (2008)	The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment	1992 – 2006	E, S, G	Screening	Neutral
7	Jiraporn P, Gleason KC (2007)	Capital structure, shareholder rights, and corporate governance	1993 – 2002	G	Engagement	Positive
8	Klein A, Zur E (2006)	Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors	Jan 2003 – Dec 2005	G	Engagement	Positive
9	Konar S, Cohen MA (2001)	Does the market value environmental performance?	1989	E	ESG integration (specifically E)	Positive
10	Lee DO, Faff RW, Langfield-Smith K (2007)	Revisiting the CSP/CFP link: When employing corporate sustainability as a measure of CSP	1998 – 2002	E, S, G	ESG integration	Neutral-negative
11	Oishi D, Faweh J (2008)	Microfinance investment funds – Analysis of portfolio impact	Jan 1999 – Dec 2007 and Jan 2004 – Dec 2007	S	Thematic	Positive
12	Olsson R (2007)	Portfolio performance and environmental risk	Jan 2004 – Jul 2006	E	ESG integration (specifically E)	Neutral-negative
13	Perino MA (2006)	Institutional activism through litigation: An empirical analysis of public pension fund participation in securities class actions	Jan 1984 – Dec 2004	G	Engagement	Positive
14	Richard OC, Murthi BPS, Ismail K (2007)	The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: The moderating role of environmental context	1997 – 2002	S	ESG integration (specifically S)	Positive
15	Semenova N, Hassel LG (2008)	Industry risk moderates the relation between environmental and financial performance	2003 – 2006	E	ESG integration (specifically E)	Positive
16	Stenström HC, Thorell JJ (2007)	Evaluating the performance of socially responsible investment funds: A holdings data analysis	Jan 2001 – Sep 2007	E, S, G	Screening	Neutral

Fonte: Mercer, *Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impact*, 2009, in [www.law.harvard.edu](http://www.law.harvard.edu)

Un altro importante studio, in ordine cronologico, è quello del gruppo Deutsche Bank del 2012<sup>21</sup>, in cui si prendono in considerazione alcuni studi suddivisi in tre gruppi: quelli che trattano della correlazione tra la sostenibilità e il costo del capitale, quelli che trattano invece della correlazione tra sostenibilità e performance finanziaria di un'impresa, e infine, quelli che trattano della correlazione tra sostenibilità e performance dei fondi SRI. Noi ci occuperemo solo della terza parte dello studio, non occupandoci invece né del costo del capitale per le imprese né della loro performance finanziaria.

<sup>21</sup> Deutsche Bank Group, *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*, 2012, in <https://institutional.deutscheam.com>



Tali ultimi due argomenti rientrano infatti nel più vasto campo della CSR ossia della *Corporate Social Responsibility*, che tradotto significa Responsabilità Sociale d'Impresa. È chiaro che si tratta dell'altra faccia della stessa medaglia, ma noi in questa sede vogliamo analizzare la questione dal punto di vista degli investitori e non delle imprese. Per quanto riguarda la correlazione tra fondi SRI e performance, la *review* in questione ammette subito che i risultati non dipendono solo dal tipo di screening usato per questi fondi, ma anche dalle capacità manageriali del gestore, cosa che però non può essere quantificata né isolata. Con le dovute riserve, quindi, i risultati sono i seguenti: di otto studi singoli, cinque hanno rilevato un risultato di neutralità, uno ha rilevato un risultato positivo e due hanno infine rilevato risultati contrastanti; per quanto riguarda invece la *literature review*, sei degli studi presi in considerazione dalla stessa hanno riportato risultati di neutralità e uno di negatività. Anche per questo studio possiamo quindi concludere, come sopra, che chi sceglie un investimento orientato a fattori ESG può aspettarsi risultati in linea con quelli di investimenti tradizionali.

**Tabella 7: panoramica dei risultati degli studi della review Deutsche Bank Group (2012)**

SRI Academic Studies	Correlation to Higher Market-Based Performance (Returns)	No. of Studies	Date Range of Studies	Date Range of Samples
Fund Studies	Positive	1	2010	2001-2009
Fund Studies	Neutral	5 <sup>13</sup>	2002-2011	1990-2010
Fund Studies	Mixed	2	2006-2011	1997-2007
Fund Studies	Negative	0	N.A	N.A
<b>SRI Literature Review: Funds</b>	<b>Correlation to Higher Market-Based Performance (Returns)</b>	<b>No. of Studies Reviewed</b>	<b>Date Range of Studies</b>	<b>Date Range of Samples</b>
Literature Review Part II: Funds	Positive	0	N.A	N.A
Literature Review Part II: Funds	Neutral	6 <sup>14</sup>	2005-2007	1989-2003
Literature Review Part II: Funds	Negative	1	2005	1963-2001

Fonte: Deutsche Bank Group, *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*, 2007, in <https://institutional.deutscheam.com>

Facciamo un salto di tre anni adesso, e passiamo al 2015, anno di pubblicazione di uno studio promosso dalla University of Oxford e da Arabesque Partners<sup>22</sup>. Anche in questo studio, viene analizzata l'esistenza di una correlazione tra pratiche sostenibili e costo del

<sup>22</sup> Clark, G. L., Feiner, A., Viehs, M., *From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance*, 2015, in [www.arabesque.com](http://www.arabesque.com)

capitale per le imprese, performance delle imprese ed effetto sui corsi azionari delle stesse. Di nuovo, ci occupiamo solo di quest'ultimo tipo di correlazione, che è quella che poi ha interesse per gli investitori che operano sui mercati finanziari. Gli studi presi in considerazione da questa *review* sono ben 41, e 33 di questi (quindi più o meno l'80%) riporta una correlazione positiva tra pratiche di sostenibilità e buona performance dei corsi azionari rispetto a imprese che invece non si impegnano su questo piano. In particolare, sono state vagliate le relazioni tra una performance migliore della media e le tre dimensioni della sostenibilità (E, S e G), e in tutti e tre i casi è stata rilevata una correlazione positiva. Anche gli studi che invece hanno considerato le pratiche sostenibili nel loro insieme hanno portato alla stessa conclusione. Qualche numero, da alcuni degli studi revisionati in questa raccolta: uno studio ha dimostrato che un portafoglio con un strategia che prevede di andare long su imprese con una buona *governance* e di andare short su imprese con una *governance* debole ha permesso di ottenere un alfa (quindi un extra-rendimento) che varia dal 10% al 15% annuo, su un periodo che va dal 1990 al 2001; un altro studio ha evidenziato che le imprese che riportano eventi positivi da un punto di vista ambientale hanno in media un alfa pari a 0.84% mentre quelle che sono coinvolte in eventi negativi sempre da un punto di vista ambientale hanno in media un alfa negativo e pari a -0.65%; per il sociale, uno studio mostra che un portafoglio composto dalle 100 migliori aziende americane dove lavorare ha guadagnato annualmente un alfa pari al 2.3% rispetto al benchmark di settore su un periodo che va dal 1984 al 2011.

**Tabella 8: panoramica dei risultati degli studi della review Clark-Feiner-Viehs (2015)**

STUDY AUTHORS	TIME PERIOD	ESG ISSUE	ESG FACTOR	IMPACT (*)
Aktes, de Bodt, and Cousin (2011)	1997-2007	Intangible Value Assessment Ratings	ESG	Positive (1)
Bebchuk, Cohen, and Ferrell (2009)	1990-2003	Entrenchment index	G	Positive (2)
Bebchuk, Cohen, and Wang (2013)	2000-2008	Governance quality/shareholder rights	G	No effect/no relation
Becchetti, Ciciretti, and Hasan (2009)	1990-2004	Sustainability index exits and entries	ESG	Positive (3)
Borgers, Derwall, Koedijk, and ter Horst (2013)	1992-2009	Stakeholder relations index	S	Mixed findings (4)
Brammer and Millington (2006)	1990-1999	Charitable giving	S	Mixed findings (non-linear) (5)
Brammer, Brooks, and Pavelin (2006)	2002-2005	Composite CSR index	ES	Mixed (6)
Capelle-Blancard and Lagune (2010)	1990-2005	Environmental disasters (explosions) at chemical plants	E	Positive (7)
Cheung (2011)	2002-2008	Sustainability index inclusion/exclusions	ESG	Positive
Core, Guay, and Rusticus (2006)	1990-1999	Governance index/shareholder rights	G	Positive
Core, Holthausen, and Larcker (1999)	1982-1984	Excessive compensation	G	Positive (8)
Cormier and Magnan (1997)	1986-1993	Amount of pollution	E	Positive (9)
Cremers and Nair (2005)	1990-2001	Reversed governance index and block holder ownership	G	Positive
Deng, Kang, and Low (2013)	1992-2007	Composite CSR index	ESG	Positive
Derwall, Guenster, Bauer, and Koedijk (2005)	1995-2003	Corporate eco-efficiency	E	Positive
Doh, Howton, Howton, and Siegel (2010)	2000-2005	Sustainability index inclusion/exclusion	ESG	Mixed (10)
Eccles, Ioannou, and Serafeim (2013)	1991-2010	Corporate sustainability index	ESG	Positive
Edmans (2011)	1984-2009	Employee satisfaction	S	Positive
Edmans (2012)	1984-2011	Employee satisfaction	S	Positive
Edmans, Li, and Zhang (2014)	1984-2013	Employee satisfaction	S	Generally positive
Faleye and Trahan (2011)	1998-2005	Employee satisfaction	S	Positive
Filbeck and Preece (2003)	1998	Employee satisfaction	S	Positive
Fisher-Vanden and Thorburn (2011)	1993-2008	Environmental performance initiative participation	E	Positive
Flammer (2013)	1980-2005	Corporate environmental footprint	E	Positive
Flammer (2014)	1997-2011	Shareholder-sponsored CSR proposals	ESG	Positive
Giroud and Mueller (2010)	1976-1995	Industry concentration	G	Positive (11)
Giroud and Mueller (2011)	1990-2006	Governance index in highly concentrated industries	G	Positive (12)
Godfrey, Merrill, and Hansen (2009)	1991-2002/03	Social initiative participation	ESG	Positive
Gompers, Ishii, and Metrick (2003)	1990-1998	Shareholder rights	G	Positive

STUDY AUTHORS	TIME PERIOD	ESG ISSUE	ESG FACTOR	IMPACT (*)
Hamilton (1995)	1989	Volume of toxic releases	E	Positive (13)
Jacobs, Singhal, and Subramanian (2010)	2004-2006	Environmental performance	E	Mixed findings
Johnson, Moorman, and Sorescu (2009)	1990-1999	Governance quality/shareholder rights	G	No effect/no relation
Karpoff, Lott, and Wehrly (2005)	1980-2000	Environmental regulation violations	ESG	Positive (14)
Karpoff, Lee, and Martin (2008)	1978-2002	Financial misrepresentation	G	Positive (15)
Kaspereit and Lopette (2013)	2001-2011	Corporate sustainability and GRI	ESG	Positive
Klassen and McLaughlin (1996)	1985-1991	Environmental management awards	E	Positive
Krüger (2014)	2001-2007	CSR news events	ESG	Positive (16)
Lee and Faff (2009)	1998-2002	Corporate sustainability quality	ESG	Negative
Smithey Fulmer, Gerhart, and Scott (2003)	1998	Employee wellbeing	S	Positive (17)
Statman and Glushkov (2009)	1992-2007	Composite CSR index	ES	Positive
Yermack (1996)	1984-1991	Reductions in board size	G	Positive

Fonte: Clark, G. L., Feiner, A., Viehs, M., *From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance*, 2015, in [www.arabesque.com](http://www.arabesque.com)

Infine, concludiamo la nostra carrellata di pubblicazioni con un'altra sempre del 2015<sup>23</sup>. Quest'ultimo studio prende in considerazione molte *review* e quindi riesce a creare una base di analisi di ben 2200 pubblicazioni circa. Ben più di 2100 studi, quindi più del 90%, dimostrano una correlazione positiva tra integrazione dei fattori ESG e performance economico-finanziaria. In particolare, possibilità maggior di extra-rendimento si possono avere nell'America del Nord, nei mercati emergenti e nelle categorie di titoli diversi dalle azioni. Inoltre, questo pattern di positiva correlazione è rimasto stabile dal 1990 fino ai nostri giorni.

<sup>23</sup> Friede, G., Busch, T., Bassen, A., *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015



## CAPITOLO 2 - INDICI AZIONARI SRI: ANALISI DEI MODELLI DI RATING ESG E DI COSTRUZIONE DELL'INDICE

### 2.1 Aspetti generali

Con la nascita dell'investimento sostenibile e responsabile, sono nati in tempi abbastanza recenti anche i cosiddetti indici di sostenibilità<sup>24</sup>. Che cosa sono? Sono dei normali indici borsistici con una peculiarità: vengono costruiti seguendo non solo criteri finanziari, come la capitalizzazione o la liquidità di un titolo, ma anche i noti fattori ambientale, sociale e di *governance*. Ciò che cambia, quando si va a costruire un indice di sostenibilità, è il cosiddetto universo investibile, ossia l'insieme dei titoli papabili per un possibile investimento che soddisfino determinati criteri e che abbiano determinate caratteristiche. In particolare, l'universo investibile da cui poi viene creato un indice è formato in questo caso da quei titoli che rispettano certe caratteristiche non solo di tipo finanziario ma anche di tipo ESG. L'universo investibile può essere determinato secondo tre distinti approcci. Il primo approccio, quello più semplice, è quello dell'esclusione diretta di alcuni settori controversi, come alcol, tabacco, pornografia, organismi geneticamente modificati, nucleare. Il *provider* dell'indice in questione quindi andrà ad eliminare dall'universo investibile tutti quei titoli che fanno parte dei settori controversi scelti. Un altro approccio è quello della cosiddetta *black list*: in questo caso, il *provider* dell'indice tenderà ad escludere dalla composizione dello stesso quei titoli che si collocano, in quanto a responsabilità ambientale, sociale e di *governance*, sotto una certa soglia, normalmente piuttosto bassa. Vengono quindi escluse dall'indice quelle società che hanno totalizzato un punteggio davvero non sufficiente. Infine, l'ultimo approccio, quello sicuramente più raffinato, è l'approccio *best in class*: secondo questa tecnica, il provider dell'indice costruisce lo stesso andando a scegliere tra quei titoli di un determinato settore o di una certa area geografica che si sono dimostrati i migliori da un punto di vista ESG rispetto ai concorrenti. In questo caso perciò vengono scelti solo titoli che abbiano totalizzato un punteggio di responsabilità che sta sopra una soglia prescelta, di solito alta. La differenza sostanziale, quindi, tra l'approccio *black list* e quello *best in class* sta in quello che viene definito il livello soddisfacente di

---

<sup>24</sup> Si fa riferimento al capitolo 8 del libro: Dal Maso, D., Fiorentini, G. (a cura di), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, Milano, Egea, 2013

responsabilità da un punto di vista ESG, più basso nel primo e piuttosto alto nel secondo. A che cosa servono questi indici SRI? In primis, possono essere utili per monitorare l'andamento di un certo mercato. Spesso infatti, tutti questi indici hanno un corrispettivo tradizionale con cui possono essere confrontati, in quanto nella costruzione dell'indice si sono rispettate le caratteristiche del mercato rappresentato dall'indice tradizionale di riferimento: per esempio, possiamo avere un indice tradizionale che rappresenti le società ad alta capitalizzazione europee, e il corrispettivo indice sostenibile che rappresenti anch'esso le stesse società, anche se questa volta scelte anche secondo criteri ESG. Il confronto tra un indice SRI e il suo corrispettivo tradizionale ci dirà quindi se in quella fetta di mercato specifica la responsabilità sociale e ambientale ha pagato l'investitore, ottenendo dei risultati migliori del *benchmark*, oppure se ha performato in maniera peggiore. L'indice SRI può inoltre essere usato come *benchmark* per la valutazione di un fondo comune di investimento o di un fondo pensione. Se il fondo in questione ha scelto di adottare una politica di investimento sostenibile e responsabile allora i clienti del fondo vorranno capire se lo stesso sta portando avanti una buona gestione oppure no: in questo caso, la performance del fondo potrà essere confrontata con la performance dell'indice di riferimento, scelto in maniera compatibile con l'universo investibile del fondo. Qualora il fondo scelga di fare una gestione improntata a fattori ESG, i clienti potranno anche voler sapere se è convenuto investire nello stesso o se fosse stato meglio fare un investimento tradizionale: in questo caso, come *benchmark* potrà essere usato un indice tradizionale, chiaramente scelto sempre in maniera compatibile con la politica del fondo. Oggi sono molti i *providers* di indici sostenibili: quasi tutti i *providers* di indici tradizionali forniscono anche indici SRI. Ne sono esempi la serie di indici FTSE4Good, fornita dal provider FTSE Russell, la serie di indici Dow Jones Sustainability Index, fornita da Dow Jones in collaborazione con la società di rating etico RobecoSAM, gli indici MSCI SRI, forniti da MSCI ed altri ancora.

Una questione che viene sempre discussa quando si parla di investimento sostenibile e responsabile è quella relativa alla performance dello stesso. E con gli indici non si fa eccezione. Ci si chiederà quindi se gli indici di sostenibilità abbiano performato meglio dei rispettivi *benchmark* oppure se abbiano avuto performance peggiori, o infine se abbiano avuto performance simili. Se come abbiamo visto nel primo capitolo, quello introduttivo, esistono moltissimi studi sulla performance dei fondi SRI, non ne esistono

invece molti per quanto riguarda quella degli indici SRI. Qui di seguito vediamo alcuni studi in merito e le conclusioni tratte.

Lo studio su cui in particolare ci si basa per la misurazione della performance degli indici selezionati nel prossimo capitolo, di cui si riprende in parte la metodologia utilizzata, è quello di Michael Schröder<sup>25</sup>, risalente al 2007, dove viene calcolata la performance di 29 indici azionari SRI, che spaziano da quelli globali a quelli riferiti a un singolo Paese. Schröder utilizza un modello di regressione lineare, prima a un solo fattore, quindi utilizzando un solo *benchmark* per ogni indice preso in considerazione, e poi a più fattori, per migliorare la robustezza dei risultati, oltre a fare anche uno *spanning test* per vedere se investire nell'indice SRI o in quello tradizionale non faccia differenza. I risultati a cui arriva, calcolando il  $\beta$  (beta) degli indici SRI e l'alfa di Jensen, ci dicono che sostanzialmente gli indici etici non hanno avuto, nel periodo preso in considerazione, una performance significativamente migliore in senso statistico rispetto al *benchmark* (o ai *benchmarks*, nel modello a più fattori), ma che invece hanno rivelato una rischiosità leggermente maggiore in molti casi statisticamente significativa. Precedentemente rispetto a questo studio, sempre Schröder<sup>26</sup> aveva proposto nel 2004 un'altra analisi di alcuni (10 precisamente) indici SRI, usando prima un modello di regressione lineare a un solo fattore e poi usandone uno a due fattori. Il risultato a cui perveniva indicava che quasi tutti gli indici, in entrambe le versioni, mostravano un alfa di Jensen positivo ma statisticamente non significativo rispetto al/ai *benchmark(s)*, e che solo in due casi al massimo si aveva invece un alfa negativo e statisticamente significativo. Un altro importante studio è quello di Statman<sup>27</sup>, risalente al 2006, dove vengono analizzati e comparati quattro indici azionari etici: il noto Domini 400 Social Index, il Calvert Index, il Citizens Index e infine il Dow Jones Sustainability Index-US, rispetto all'indice S&P 500. I risultati a cui perviene lo studio ci dicono che in generale i tre indici etici hanno avuto una performance migliore del *benchmark* di riferimento, totalizzando un alfa di Jensen più elevato, ma che tale risultato non è statisticamente

---

<sup>25</sup> Schröder, M., *Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices*, Journal of Business Finance and Accounting, 34(1) & (2), pp. 331-348, January/March (2007)

<sup>26</sup> Schröder, M., *The Performance of Socially Responsible Investments: Investments Funds and Indices*, Financial Markets and Portfolio Management, 2004

<sup>27</sup> Statman, M., *Socially Responsible Indexes: Composition, Performance and Tracking Error*, The Journal of Portfolio Management, 2006

significativo. Sempre Statman<sup>28</sup> è autore di un altro studio che prende invece in considerazione solo l'indice Domini 400 Social Index (nello stesso studio in realtà vengono analizzate anche le performance di alcuni fondi etici, ma come già detto non ci soffermeremo su questo aspetto degli investimenti sostenibili e responsabili). Egli trova che l'indice, a confronto con l'indice S&P 500 nel periodo 1990-1998, abbia avuto dei rendimenti migliori del *benchmark*, ma che invece i rendimenti aggiustati per il rischio siano stati leggermente più bassi rispetto a quelli del *benchmark*, seppur in maniera non statisticamente significativa. Proseguiamo con la rassegna degli studi sugli indici azionari SRI citando quello di Sauer<sup>29</sup>, che confronta la performance dell'indice Domini 400 Social Index con lo S&P 500 e con l'indice CRSP Value-Weighted Market Index. I risultati ottenuti ci dicono che nel periodo dal gennaio del 1986 all'aprile del 1990 l'indice SRI avrebbe avuto una peggiore performance dei due *benchmarks* (si usa il condizionale in quanto la serie storica dei valori del Domini 400 Social Index è disponibile solo dal 1990, e quindi i valori utilizzati fino a quel momento sono stati ottenuti con una metodologia di *backtesting*), mentre dal maggio 1990 al dicembre 1994 l'indice in questione avrebbe superato entrambi i *benchmarks* ottenendo una performance aggiustata per il rischio migliore. L'ultimo studio disponibile sulla performance degli indici SRI è molto recente, dell'aprile 2016, ed è a cura del gestore globale TIAA (Teachers Insurance Annuity Association)<sup>30</sup>. Questo studio prende in considerazione cinque indici SRI di lunga data (Calvert U.S. Large Cap Core Responsible Index, Dow Jones Sustainability U.S. Index, FTSE4Good US Index, MSCI KLD 400 Social Index e MSCI USA IMI ESG Index) e li compara con due indici tradizionali, il Russell 3000 e lo S&P 500. La conclusione è che i rendimenti degli indici sostenibili sono stati, nel lungo periodo, non differenti in modo statisticamente significativo da quelli degli indici tradizionali. Lo stesso può dirsi del rischio associato a tali indici: la misurazione della deviazione standard e dell'indice di Sharpe (misura di rendimento aggiustata per il rischio) non hanno sottolineato differenze statisticamente significative. Tuttavia, nel breve periodo viene rilevata una differenza nelle prestazioni

---

<sup>28</sup> Statman, M., *Socially Responsible Mutual Funds*, Association for Investment Management and Research, 2000

<sup>29</sup> Sauer, D. A., *The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund*, Review of Financial Economics, Vol. 6, No. 2, 1997

<sup>30</sup> TIAA, *Responsible Investing: Delivering Competitive Performance*, 2016, in [www.tiaa.org](http://www.tiaa.org)

tra i due gruppi di indici, il cosiddetto *tracking error*. Un minor *tracking error* significa che l'indice SRI in questione combacia meglio con il corrispettivo *benchmark* tradizionale da un punto di vista di rischio e rendimento. In particolare, ipotizza lo studio, le cause di tali differenze, peraltro statisticamente significative, sono da ricercarsi nella diversa metodologia di costruzione degli indici, fattore che deve essere attentamente preso in considerazione quando si faccia un investimento.

Per la misurazione quantitativa effettuata nel prossimo capitolo, abbiamo selezionato indici delle serie FTSE4Good, Dow Jones Sustainability Index e MSCI SRI. È per questo che nel prosieguo di questo capitolo ci concentreremo sulle modalità di costruzione di suddetti indici e soprattutto sulle modalità di assegnazione dei *rating* di sostenibilità. Infatti, quando abbiamo parlato delle strategie di screening per la determinazione dell'universo investibile, abbiamo parlato, sia nell'approccio *black list* che in quello *best in class*, di punteggi sulla responsabilità sociale, ambientale e di *governance*. Questi punteggi non sono altro che dei veri e propri *rating*: non sono rating finanziari in senso stretto, ma sono rating che prendono in considerazione i fattori ESG. Tali giudizi sono forniti da delle agenzie specializzate, che possono essere "esterne" al provider dell'indice, come la svizzera RobecoSAM per Dow Jones, o "interne" allo stesso, come nel caso di MSCI ESG Research. Prima quindi di addentrarci ad analizzare le tre diverse metodologie di assegnazione di *rating* etici, dobbiamo fare una premessa ed introdurre, in maniera generale, quello che è il mondo delle agenzie di *rating* etico.

## 2.2 Le agenzie di rating ESG

Le agenzie di *rating* ESG<sup>31</sup> sono una realtà piuttosto recente che è nata con lo scopo di creare dei veri e propri giudizi di responsabilità sociale e ambientale per quanto riguarda imprese, stati sovrani, organizzazioni sovranazionali e altre entità. Per una visione piuttosto completa su quello che oggi è il mondo delle agenzie di *rating* ESG, si può fare riferimento allo studio di Novethic Research del 2014<sup>32</sup>. Lo studio osserva una concentrazione dei *rating* ESG in mano a poche agenzie ormai, frutto di alcune uscite

---

<sup>31</sup> Si fa riferimento, nell'esporre l'argomento, ai capitoli 6 e 7 del libro: Dal Maso, D., Fiorentini, G. (a cura di), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, Milano, Egea, 2013

<sup>32</sup> Novethic Research, *Overview of ESG rating agencies*, 2014, in [www.novethic.com](http://www.novethic.com)

dal mercato o più spesso di fusioni o acquisizioni. Questo fenomeno è probabilmente avvenuto in primis per la sempre maggiore specificità da un punto di vista della ricerca e dei servizi offerti che solo agenzie di grandi dimensioni possono offrire e anche per garantire una determinata indipendenza da quelli che sono i soggetti valutati. Per esempio, nell'ottobre del 2015 viene annunciata la fusione tra Vigeo ed EIRIS; nel 2010 MSCI ESG Research viene creata dall'acquisizione da parte di MSCI di RiskMetrics, un fornitore specializzato di indici finanziari, che a sua volta aveva acquistato l'agenzia ISS (agenzia statunitense che forniva consulenza su argomenti di governance) nel 2007 e due agenzie di rating nel 2009, cioè le statunitensi Innovest e KLD. Nell'aprile 2014 MSCI ESG Research vende ISS e acquista l'agenzia americana GMI Ratings, a sua volta frutto della fusione tra altre tre agenzie, GMI, The Corporate Library e Auit Integrity. Anche l'agenzia Inrate, recentemente fusasi con l'agenzia zRating, nel 2010 viene creata dalla fusione tra due storiche agenzie svizzere, ossia Centre Info e Inrate. Inoltre, alcune agenzie di *rating* ESG sono agenzie specializzate. Per esempio, abbiamo la francese Ethifinance che si occupa di *rating* ESG di piccole e medie imprese: è necessaria in questo caso una specializzazione in quanto le piccole e medie imprese, non avendo i mezzi finanziari di quelle grandi, sono svantaggiate nel riuscire a permettersi una comunicazione efficiente e completa del loro impegno sui fronti sociale, ambientale e di *governance*. Questi *rating* di tipo extra-finanziario sono necessari sotto diversi punti di vista. In primis, lo sono ai gestori di un fondo comune di investimento o di un fondo pensione che vogliano appunto investire in imprese sostenibili e responsabili ma che non hanno un apparato interno in grado di prendere in analisi tutte le imprese dell'universo investibile e quindi fanno ricorso a *rating* di sostenibilità forniti da queste agenzie. Lo sono anche per la costruzione di indici SRI, come vedremo tra poco qui di seguito in particolare, per decidere quali imprese faranno parte dell'indice e quali invece ne rimarranno fuori. Le metodologie utilizzate sono diverse a seconda dell'agenzia in questione e lo stesso discorso può essere fatto per le fonti sfruttate per la raccolta di informazioni: si spazia infatti dall'uso di questionari, a informazioni pubbliche disponibili sui canali ufficiali dell'impresa fino a informazioni fornite da terze parti. Un problema molto sentito, quando si parla di *rating* in generale, e a cui non sono immuni nemmeno i *rating* extra-finanziari, è quello che prende in considerazione l'affidabilità degli stessi: i *rating* diffusi dalle agenzie sono affidabili? Oppure viziati da eventuali conflitti di interesse? E chi garantisce l'indipendenza delle agenzie stesse? È vero che i *rating* di tipo ESG non sono richiesti e pagati dall'impresa che viene valutata,

bensì lo sono da parte degli investitori, tuttavia questi dubbi sono presenti anche per le agenzie di *rating* ESG. Di questo problema in particolare parleremo nel prosieguo del lavoro. Un altro problema è quello che riguarda le differenze, spesso anche consistenti, che ci sono tra una metodologia di *rating* ESG e un'altra: per tale motivo, una stessa impresa potrebbe essere valutata in maniera differente da agenzie diverse, magari proprio a causa delle differenti metodologie usate. Una soluzione parziale a tale problema è stato, ed è tuttora, lo sviluppo di uno standard a cui le agenzie di *rating* ESG possono scegliere di attenersi, e sotto il cui marchio, se passeranno la verifica da parte dell'organizzazione che gestisce lo standard (ARISE, ossia The Association for Responsible Investment Services), saranno certificate. Tale standard<sup>33</sup> ha una lunga storia alle spalle. Tutto inizia nel 2002-2003, quando alcuni gruppi di ricerca sull'investimento responsabile si riuniscono, con anche il patrocinio della Commissione Europea, per creare uno standard qualitativo con lo scopo di promuovere la CSR (*Corporate Social Responsibility*, ossia la responsabilità sociale d'impresa). La CSR era vista come uno dei tasselli necessari per far sì che l'Europa, entro il 2010, diventasse la potenza economica più competitiva al mondo. Nel 2003 viene quindi approvata la prima versione dello standard (CSRR-QS 1.0<sup>®</sup>), che nel 2005 viene aggiornata alla versione CSRR-QS 1.1<sup>®</sup>. Nel 2006 poi viene rilasciata la nuova versione CSRR-QS 2.1<sup>®</sup>, ulteriormente migliorata nel 2007-2008, e infine nel 2012 viene rilasciata l'ultima versione, quella odierna, col nome di ARISTA 3.0<sup>®</sup>. Lo standard è uno standard di qualità ad adesione volontaria, e gli obiettivi dello standard sono, come si legge sul sito: promuovere la qualità, l'integrità e la trasparenza entro il campo della ricerca sull'investimento responsabile; incoraggiare i gruppi di ricerca ad abbracciare strutture organizzative che assicurino la loro indipendenza, obiettività e professionalità; stimolare la ricerca in campo SRI ad adottare sistemi completi di gestione della qualità e favorire continui miglioramenti; aumentare la responsabilità attraverso l'implementazione di meccanismi di *audit*, sicurezza e verificabilità. Nonostante abbia avuto origine in Europa, la certificazione è aperta ad agenzie di tutto il mondo. Per poter ottenere la certificazione, un'agenzia deve completare con le informazioni richieste la cosiddetta matrice di trasparenza (Transparency Matrix, ARISTA TM 3.0<sup>®</sup>), che attesterà se effettivamente essa è conforme ai principi, alle linee guida e ai requisiti richiesti dallo standard. Le matrici di trasparenza delle compagnie certificate sono disponibili

---

<sup>33</sup> Per maggiori informazioni si faccia riferimento al sito [www.aristastandard.org](http://www.aristastandard.org)

pubblicamente sul sito. Per completare la matrice nel modo più appropriato esiste un manuale di istruzioni vero e proprio che va sotto il nome di ARISTA IM 3.0<sup>®</sup>. Le agenzie che hanno ottenuto la certificazione sottoscrivono e sottostanno ai seguenti undici principi ("*The eleven commitments*"):

1. Fonti indipendenti: le compagnie devono essere valutate utilizzando ulteriori informazioni rispetto a quelle fornite dalle compagnie stesse, come dati raccolti in maniera autonoma, fonti regolamentari, e informazioni da parte di *stakeholders* e di organizzazioni non governative importanti;
2. Attività globali: assicurarsi che le valutazioni non coprano soltanto le sedi centrali della compagnia, ma che prendano in considerazione anche l'impatto rilevante a livello globale e le operazioni dell'impresa quotata;
3. Oltre la conformità legale: utilizzare metodi di ricerca che permettano l'identificazione delle pratiche migliori o delle performance delle compagnie, che integrino interessi sociali, ambientali, etici e riguardanti i diritti umani entro le loro operazioni commerciali e il nucleo strategico, in stretta collaborazione con gli *stakeholders*;
4. Fattori sociali e ambientali: includere criteri/indicatori che coprano entrambe le aree del sociale e dell'ambiente;
5. Equilibrio: assicurare un approccio equilibrato nella valutazione delle compagnie:
  - a. Equilibrando fattori qualitativi e quantitativi;
  - b. Equilibrando indicatori orientati al *management* (come i sistemi di controllo e la politica) e indicatori di performance;
  - c. Equilibrando riferimenti alla performance passata e corrente, come anche se la performance della compagnia sta migliorando o deteriorandosi;
  - d. Equilibrando tra indicatori sociali e ambientali;
6. Rilevanza/pertinenza: assicurarsi che le valutazioni catturino questioni pertinenti o rilevanti per la sostenibilità e la responsabilità di una certa compagnia, includendo anche questioni importanti per gli *stakeholders*, e considerazioni di carattere geografico, settoriale o dimensionale o assicurandosi che i rischi e gli impatti rilevanti per quella compagnia siano stati presi in considerazione;



7. Coerenza e comparabilità: assicurarsi che i criteri e la metodologia siano applicati a compagnie confrontabili, e che avrebbero senso se usate per confrontare compagnie a livello globale;
8. Partecipazione degli *stakeholders*: includere attivamente inputs e informazioni, dove possibile, da parte degli *stakeholders* rilevanti e da terze parti interessate, nel processo di ricerca o nel raggiungere conclusioni circa le valutazioni;
9. Aggiornare: assicurarsi che le valutazioni delle compagnie non siano sensibilmente obsolete, e che nuove informazioni siano prese in considerazione o nuove valutazioni siano effettuate a intervalli di tempo ragionevoli;
10. Trasparenza: essere trasparenti circa la metodologia (la gamma di criteri usati, la partecipazione degli *stakeholders*, e la copertura) ed evitare approcci a "scatola nera" dove sia non chiaro come vengono raggiunti i risultati valutativi;
11. Continuo miglioramento: impegnandosi ad essere un'organizzazione che ha sempre qualcosa di nuovo da imparare, includendo lo sviluppo del personale, e tramite il monitoraggio e la valutazione della qualità e della performance dei servizi di ricerca;

Sempre quelle imprese che vogliano ottenere la certificazione, devono sottostare anche ai cosiddetti nove Principi di Integrità ("*The Integrity Principles*"), che descrivono in maniera generale la direzione in cui dovrebbero muoversi le attività svolte da tali imprese:

1. Indipendenza: essere indipendenti da influenze esterne che potrebbero riguardare queste attività;
2. Professionalità: applicare processi di ricerca trasparenti e credibili che soddisfino i più alti standards;
3. Responsabilità: essere trasparenti e responsabili allo stesso modo di come si richiede di essere trasparenti e responsabili alle compagnie (valutate);
4. Obiettività: interpretare i dati sulle compagnie in maniera onesta e obiettiva;
5. Imparzialità: non accettare nessun incentivo e non soccombere a nessuna pressione, manipolazione, influenza politica o pressione da gruppi di interesse ad analizzare e valutare le compagnie in maniera non obiettiva;
6. Egual trattamento: analizzare e valutare tutte le compagnie sulle stesse esatte basi;

7. Relazioni responsabili: mantenere contatti onesti, aperti e responsabili con le compagnie e con gli altri *stakeholders*;
8. Divulgazione selettiva: conformarsi a tutte le leggi, le regole e i regolamenti rilevanti di autorità finanziarie nazionali e internazionali riguardanti la diffusione delle informazioni;
9. Evitare interessi personali: non ricavare alcun guadagno personale dall'uso delle informazioni raccolte durante lo svolgimento delle attività;

Al 2015, sono 11 le agenzie che hanno ottenuto la certificazione e la cui matrice di trasparenza può essere consultata sul sito, e sono: Ethifinance, GES, oekom research, Vigeo, EIRIS, Forum ETHIBEL, Ecovalores, Ecodes, CAER, Greeneye e imug. Vediamo adesso le caratteristiche dei tre gruppi di indici selezionati per la misurazione quantitativa del prossimo capitolo, soffermandoci su metodo di assegnazione dei rating ESG e sul metodo di costruzione dell'indice.

## **2.3 MSCI Global SRI Indexes**

### **2.3.1 L'azienda**

MSCI<sup>34</sup> è un fornitore indipendente di visioni e strumenti orientati alla ricerca per gli investitori istituzionali. Ha più di 40 anni di esperienza nelle aree della misurazione del rischio e della performance basata su ricerca accademica, esperienze nel mondo reale e collaborazione con i clienti. La loro vasta gamma di prodotti supporta i bisogni del cliente attraverso tutte le maggiori classi di investimento e fornisce loro un modo coerente di guardare al rischio e alla performance. Il loro impegno è orientato alla sostenibilità e alla trasparenza dei mercati finanziari. Creano prodotti e servizi innovativi che permettono ai loro clienti di prendere decisioni di investimento sempre più consapevoli e forniscono agli investitori dati e metodologie analitiche di misurazione delle performances e di gestione del rischio. Attraverso la loro ricerca sui fattori ESG, forniscono punti di vista, analisi e strumenti per supportare processi di investimento che prendano in considerazione anche fattori di sostenibilità. MSCI è un

---

<sup>34</sup> Si visiti il sito [www.msci.com](http://www.msci.com)

firmatario dei Principi per l'Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI)<sup>35</sup>. Vediamo un po' di storia. MSCI nasce nel 1969 come pioniere nello sviluppo di indici azionari globali. Fino al 2007 gli unici due azionisti di MSCI erano Morgan Stanley e Capital Group International, ma nel 2009 MSCI diventa una società per azioni ad azionariato diffuso. Nel 2004 avviene l'acquisizione di Barra, un fornitore di strumenti analitici per il rischio di portafoglio, permettendo all'azienda di allargare la loro gamma di prodotti oltre i soli indici di mercato. Nel giugno 2010, MSCI acquista RiskMetrics Group, un fornitore leader di prodotti e servizi sulla gestione del rischio e la governance. A sua volta RiskMetrics Group possedeva Centre for Financial Research and Analysis (CFRA), Innovest Strategic Value Advisor, Inc. e KLD Research and Analytics. La linea di prodotti CFRA è stata venduta poi nel marzo 2013, mentre oggi Innovest e KLD Research and Analytics sono conosciuti col nome di MSCI ESG Research, attraverso cui vengono forniti al cliente report di ricerca e strumenti analitici che coprono criteri ambientali, sociali e di *governance*. Nel luglio 2010 viene acquistata Measurisk, un fornitore di strumenti per la trasparenza e la misurazione dei rischi per investitori di fondi *hedge*. Con clienti che domandavano livelli crescenti di trasparenza dai gestori di fondi *hedge*, questa acquisizione ha aiutato MSCI a sviluppare una vasta piattaforma e stabilire degli standard per l'analisi e il report dei rischi dei fondi *hedge*. Nel novembre del 2012, poi, MSCI acquista il gruppo IPD, che si occupava della misurazione delle performances del mercato immobiliare. Tale acquisizione ha aiutato

---

<sup>35</sup> I principi per l'investimento responsabile nascono nel 2005, quando l'allora segretario generale delle Nazioni Unite Kofi Annan invitò alcuni dei più importanti investitori istituzionali a livello mondiale a riunirsi per lo sviluppo di tali principi. I principi furono ufficialmente lanciati nell'aprile 2006, e ad oggi i firmatari, su base assolutamente volontaria, degli stessi sono più di 1500. I principi sono stati supportati da due organizzazioni delle Nazioni Unite: l'UNEP FI (*United Nations Environment Programme Finance Initiative*), che ha la missione di identificare, promuovere e realizzare l'adozione di pratiche ottimali di sostenibilità e ambientali a tutti i livelli delle operazioni delle istituzioni finanziarie, e l'UNGC (*United Nations Global Compact*), organizzazione invece più attiva sul fronte dei diritti umani, delle condizioni di lavoro, dell'anti-corruzione e dell'ambiente, con lo sviluppo di sei principi globalmente accettati a cui le imprese dovrebbero allineare le loro strategie di business. I sei principi di cui sopra sono i seguenti:

1. Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti
2. Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle nostre politiche e nelle nostre pratiche di azionariato attivo
3. Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali investiamo
4. Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario
5. Collaborare per migliorare la nostra efficacia nell'applicazione dei Principi
6. Comunicare le nostre attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei Principi

Per maggiori informazioni si consulti il sito [www.unpri.org](http://www.unpri.org)

MSCI ad espandere l'offerta di tipologie di investimenti facilitando l'integrazione di investimenti immobiliari privati nei loro modelli, come anche ad aggiungere una famiglia di indici immobiliari alla già vasta famiglia di indici azionari. Nel gennaio 2013 vi è un'altra acquisizione, quella di InvestorForce, un fornitore leader di strumenti per i report sulle performances alla comunità degli investitori istituzionali negli Stati Uniti. Infine, nell'agosto 2014 viene acquistata Governance Holdings Co. (GMI Ratings), un fornitore di ricerche sulla *corporate governance* e *ratings* a investitori istituzionali, banche, assicuratori, *auditors*, regolatori e imprese che cercassero di incorporare i fattori ESG nelle valutazioni di rischio e nelle decisioni di investimento. Tale acquisizione ha migliorato la già esistente piattaforma di ricerca e strumenti ESG, permettendo a MSCI di distribuire una gamma più completa di prodotti e servizi ESG ai propri clienti.

MSCI fornisce molti indici sostenibili, ma noi prenderemo in considerazione, anche per l'analisi delle performance nel prossimo capitolo, solo alcuni indici di una serie chiamata MSCI Global SRI Indexes: questi indici sono formati da titoli con i più alti *ratings* ESG che formino il 25% della capitalizzazione di mercato aggiustata in ogni settore di un indice tradizionale MSCI che rappresenta il benchmark, dopo aver escluso le imprese coinvolte in alcol, tabacco, scommesse, armi da fuoco per civili, armi militari, energia nucleare, intrattenimento da adulti e organismi geneticamente modificati. La famiglia di indici in questione include anche il famoso indice MSCI KLD 400 Social Index, che fu lanciato nel maggio 1990 e fu uno dei primi indici SRI mai creati.

### **2.3.2 Metodologia di rating ESG**

Vediamo come funziona il processo di attribuzione dei *ratings* ESG secondo la piattaforma di ricerca MSCI ESG Research<sup>36</sup>. In primis, andiamo a vedere quali sono le fonti a cui gli analisti attingono per raccogliere informazioni importanti per lo sviluppo della valutazione:

---

<sup>36</sup> MSCI ESG Research, *ESG Ratings Methodology: Executive Summary*, 2015, in [www.msci.com](http://www.msci.com)

- Dati macroeconomici relativi a un segmento di mercato o ad un'area geografica, da parte di ricerche accademiche, governi o *database* di organizzazioni non governative;
- Divulgazione da parte della compagnia stessa che si va a valutare (tramite report di tipo 10-K, report di sostenibilità, report di procura, risultati del meeting generale annuale (AGM), ecc...);
- Database governativi, media, organizzazioni non governative, e altre fonti terze

Inoltre, le compagnie sono monitorate su base sistematica e continua, inclusi il monitoraggio quotidiano di eventuali controversie o eventi che riguardano la *governance* della stessa. Per quanto riguarda il monitoraggio quotidiano di eventuali controversie che colpiscono la compagnia valutata<sup>37</sup>, esso ha l'obiettivo di verificare se la compagnia in questione sia stata coinvolta in una controversia riguardante aspetti di tipo ESG da un punto di vista normativo e regolamentare, nel senso che si va a vedere se non sono state violate delle norme o dei principi internazionali a cui la compagnia fa riferimento. La compagnia in questione può ottenere perciò quattro diversi punteggi, ordinati dal peggiore al migliore:

1. Rosso: significa che la compagnia è coinvolta in una o più controversie molto severe
2. Arancione: significa che la compagnia è stata coinvolta in una o più severe controversie strutturali che sono ancora in corso
3. Giallo: significa che la compagnia è coinvolta in controversie da severe a moderate
4. Verde: significa che la compagnia non è coinvolta in importanti controversie

Questo approccio va a coprire le seguenti cinque categorie, che a loro volta sono suddivise in indicatori differenti:

- Ambiente:
  - Biodiversità e uso del suolo
  - Emissione tossiche e scarti
  - Energia e cambiamento climatico

---

<sup>37</sup> MSCI ESG Research, *MSCI ESG Controversies*, 2016, in [www.msci.com](http://www.msci.com)

- Stress idrico
- Scarti operativi (non pericolosi)
- Gestione della catena di fornitura
- Altri
- Clienti
  - Pratiche anticompetitive
  - Relazione coi clienti
  - Privacy e sicurezza dei dati
  - Marketing e pubblicizzazione
  - Sicurezza e qualità del prodotto
  - Altri
- Diritti umani e comunità
  - Impatto sulle comunità locali
  - Interesse nei diritti umani
  - Libertà civili
  - Altri
- Diritti lavorativi e catena di fornitura
  - Relazioni sulla gestione del lavoro
  - Salute e sicurezza
  - Contrattazione collettiva e sindacati
  - Discriminazione e diversità della forza lavoro
  - Lavoro minorile
  - Standard di lavoro della catena di fornitura
  - Altri
- *Governance*
  - Corruzione e frode
  - Strutture di governo
  - Investimenti controversi
  - Altri

Le nuove informazioni sono contenute nei *reports* settimanali ed eventuali cambiamenti significativi vanno ad impattare sul *rating* attribuito alla compagnia. Inoltre, la compagnia riceve una revisione approfondita almeno annualmente. Come viene

calcolato il punteggio finale di una compagnia? MSCI ESG Ratings calcola l'esposizione di ogni compagnia a dei rischi chiave di tipo ESG, basandosi su una granulare scomposizione del *business* della stessa: i prodotti e le attività principali, la localizzazione dei suoi *assets* o delle sue entrate, e altre rilevanti misure come la produzione data in *outsourcing*. Gli analisti poi prendono in considerazione in che misura la compagnia ha sviluppato robuste strategie e ha dimostrato una forte abilità nel gestire i suoi specifici livelli di rischio o le sue opportunità. Eventuali controversie temporanee o strutturali entro gli ultimi tre anni portano a una deduzione dal punteggio gestionale complessivo su ogni fattore.

Abbiamo detto che gli analisti vanno a ricercare l'esposizione della compagnia a determinati rischi di tipo ESG: di quali fattori si sta parlando? Di solito vengono identificati da sei a dieci fattori chiave di tipo ESG dove le compagnie in un certo settore industriale generano externalità ambientali e sociali rilevanti. La *corporate governance* è invece valutata per ogni compagnia, indipendentemente dal settore. I pesi dei punteggi parziali sono fissati secondo il sistema di classificazione globale dell'industria (GICS, Global Industry Classification System)<sup>38</sup>, basandosi sull'impatto relativo di ogni settore e sull'orizzonte temporale di ogni rischio. I fattori chiave e i pesi sono sottoposti a una revisione formale e a un processo di *feedback* alla fine di ogni anno solare. I fattori chiave sono così composti: abbiamo tre pilastri (E, S e G), ognuno formato da alcuni temi, 10 in totale, i quali a loro volta sono composti da alcuni fattori chiave, 37 in totale:

- Ambiente:
  - Cambiamento climatico:
    - Emissioni di diossido di carbonio\*
    - Efficienza energetica
    - Impronta carbonica di un prodotto (significa, non letteralmente, impatto ambientale)

---

<sup>38</sup> GICS è un sistema di classificazione delle industrie valido a livello mondiale. È stato sviluppato a partire dal 1999 da MSCI e S&P Global, con l'intento di offrire un efficiente strumento di investimento che catturasse l'ampiezza, la profondità e l'evoluzione dei settori industriali. È un sistema di classificazione gerarchico, che consiste in 11 settori, 24 gruppi industriali, 68 industrie e 157 sotto-industrie. Le imprese sono classificate quantitativamente e qualitativamente, e ad ogni impresa viene attribuita una sotto-industria in base all'attività principale che svolge. Nel settembre 2016 è stato aggiunto l'11esimo settore, ovvero il settore immobiliare. Per maggiori informazioni si consulti il sito [www.msci.com](http://www.msci.com)

- Finanziamento dell'impatto ambientale
  - Vulnerabilità al cambiamento climatico
- Risorse naturali:
  - Stress idrico\*
  - Biodiversità e utilizzo del suolo
  - Approvvigionamento di materie prime
- Inquinamento e scarti:
  - Emissioni tossiche e scarti\*
  - Materiale di imballaggio e scarti
  - Scarti elettronici
- Opportunità ambientali:
  - Opportunità in tecnologia pulita
  - Opportunità in bioarchitettura
  - Opportunità in energie rinnovabili
- Sociale:
  - Capitale umano:
    - Gestione del lavoro\*
    - Salute e sicurezza\*
    - Sviluppo del capitale umano
    - Standard di lavoro della catena di fornitura
  - Responsabilità del prodotto:
    - Sicurezza e qualità del prodotto
    - Sicurezza chimica
    - Sicurezza finanziaria del prodotto
    - Privacy e sicurezza dei dati
    - Investimento responsabile
    - Rischio di salute e demografico
  - Opposizione degli *stakeholders*:
    - Approvvigionamento controverso
  - Opportunità sociali:
    - Accesso alle comunicazioni
    - Accesso ai finanziamenti
    - Accesso a cure mediche
    - Opportunità in nutrizione e salute



- *Governance*:
  - *Corporate governance*:
    - Consiglio\*\*
    - Metodi di remunerazione\*\*
    - Proprietà\*\*
    - Contabilità\*\*
  - Comportamento dell'azienda:
    - Etica professionale\*
    - Pratiche anti-competitive\*
    - Corruzione e instabilità
    - Instabilità del sistema finanziario

\* = significa che per tutte le compagnie valutate, indipendentemente dal settore di cui fanno parte, vengono presi in considerazione questi fattori chiave

\*\* = significa che vale la stessa cosa di cui sopra, ma in più questi fattori chiave contribuiscono al punteggio della *corporate governance* direttamente, quindi i sottopunteggi per ogni fattore chiave in questione non sono disponibili

Per arrivare poi alla lettera finale che esprime il *rating*, le medie pesate dei punteggi assegnati ai fattori chiave vengono aggregate e il punteggio totale viene normalizzato in base al settore industriale di appartenenza. Dopo che si è tenuto di conto di ogni sforamento, il punteggio finale aggiustato per il settore di appartenenza di ogni compagnia corrisponde a un *rating* che va da un massimo di AAA (*best*) a un minimo di CCC (*worst*). Questi *ratings* non sono da intendersi come assoluti, ma vanno sempre letti tenendo in considerazione gli standards e le performances dei concorrenti dello stesso settore.

### 2.3.3 Metodologia di costruzione degli indici

L'universo investibile, per questa serie di indici<sup>39</sup>, è composto dai titoli che costituiscono gli indici della serie MSCI Global Investable Market Indexes (GIMI). Per prima cosa, da tale universo investibile vengono esclusi quei titoli che appartengono ai seguenti settori:

- Alcol:
  - Vengono escluse quelle compagnie classificate come "Produttore" che ottengono almeno il 5% dei propri ricavi o più 500 milioni di dollari da prodotti alcolici o simili
- Scommesse:
  - Vengono escluse quelle compagnie classificate come "Operazioni" o "Supporto" che ottengono almeno il 5% dei propri ricavi o più di 500 milioni di dollari in prodotti relativi al gioco d'azzardo e alle scommesse
- Tabacco:
  - Vengono escluse tutte le compagnie classificate come "Produttore"
  - Vengono escluse quelle compagnie classificate come "Distributore", "Rivenditore" o "Fornitore", che ottengono almeno il 15% dei propri ricavi da prodotti relativi al tabacco
- Armi militari:
  - Sono escluse tutte le compagnie che sono classificate come coinvolte nella produzione di "Armi nucleari" o "Componenti di armi nucleari"
  - Sono escluse tutte le compagnie classificate come coinvolte nella produzione di "Armi chimiche e biologiche" o "Componenti di armi chimiche e biologiche"
  - Sono escluse tutte le compagnie classificate come "Produttore di bombe a grappolo"
  - Sono escluse tutte le compagnie classificate come "Produttore di mine"
  - Sono escluse tutte le compagnie classificate come "Produttore di armi all'uranio impoverito"

---

<sup>39</sup> Si fa riferimento al documento di MSCI, *MSCI Global Socially Responsible Indexes Methodology*, 2016, in [www.msci.com](http://www.msci.com)

- Sono escluse tutte le compagnie che ottengono almeno il 5% dei propri ricavi o più di 500 milioni di dollari di ricavi dalla produzione di armi, componenti di armi, e/o servizi e sistemi di supporto per armi
- Armi da fuoco per civili:
  - Sono escluse tutte le compagnie classificate come "Produttore"
  - Sono escluse tutte le compagnie classificate come "Rivenditore" che ottengono almeno il 5% dei propri ricavi o più di 20 milioni di dollari in ricavi da prodotti relativi alle armi da fuoco per civili
- Energia nucleare:
  - Sono escluse tutte le compagnie classificate come "Produttore" di nucleare
  - Sono escluse quelle compagnie classificate come coinvolte nell'estrazione di uranio
  - Sono escluse quelle compagnie classificate come coinvolte nella progettazione di reattori nucleari
  - Sono escluse quelle compagnie classificate come coinvolte nell'arricchimento di combustibile per i reattori nucleari
  - Sono escluse quelle compagnie classificate come "Fornitore" all'industria del nucleare che ottengono almeno il 15% dei propri ricavi da prodotti relativi a tale industria
  - Sono escluse tutte le compagnie con 6000 MW o più di capacità attribuita a sorgenti nucleari o con il 50% o più di capacità attribuita a sorgenti nucleari
- Intrattenimento per adulti:
  - Sono escluse tutte le compagnie che sono classificate come "Produttore" che ottengono almeno il 5% dei propri ricavi o più di 500 milioni di dollari in ricavi da materiale pornografico
- Organismi geneticamente modificati:
  - Sono escluse le compagnie che ottengono qualsiasi ricavo da attività quali piante geneticamente modificate, come semi e raccolti, e altri organismi sfruttati per uso agricolo o per consumo umano
  - Le compagnie che sono solo coinvolte in Ricerca e Sviluppo negli OGM non sono escluse

Dopo aver escluso i titoli di cui sopra, gli indici vengono composti con il criterio del *best in class*: in particolare, i titoli che già fanno parte dell'indice devono avere almeno un *rating* pari a B per continuare a farne parte, e i titoli che invece non sono ancora costituenti dell'indice devono avere un *rating* pari almeno a BBB per essere considerati idonei a farne parte. Per quanto invece riguarda il punteggio relativo a eventuali controversie relative a fattori ESG, di cui abbiamo parlato precedentemente, i titoli che già fanno parte dell'indice devono avere un punteggio superiore a 0 per poterci rimanere (su una scala che va da 0 a 10, con 0 il minimo punteggio e 10 il massimo), mentre quelli che non ne fanno ancora parte devono avere un punteggio superiore a 3 per poter essere considerati idonei all'inclusione.

Ma vediamo come vengono costruiti gli indici più nel dettaglio. Ogni indice della serie viene creato con l'obiettivo di coprire il 25% della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante di ogni settore GICS del sottostante indice "parente" (ossia quello fratello della serie GIMI di cui abbiamo parlato sopra): questo per contenere il rischio sistematico introdotto con il processo di selezione per fattori ESG. Alcuni esempi: per MSCI Pacific SRI Index l'indice parente è MSCI Pacific Index, per MSCI Canada SRI Index l'indice parente è MSCI Canada Index, per MSCI USA SRI Index è invece MSCI USA Index.

Trattiamo adesso il mantenimento degli indici della serie in questione. Ogni anno a maggio gli indici vengono rivisti e eventualmente ricostituiti, facendo coincidere tale momento con la revisione semestrale dell'indice parente, e gli eventuali cambiamenti sono implementati alla fine di maggio. Per la revisione annuale vengono usati i *rating* ESG, i punteggi riguardanti le controversie e le esclusioni settoriali disponibili dall'aprile precedente. Abbiamo detto che l'indice viene costruito coprendo il 25% della capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante di ogni settore dell'indice parente. Per ogni settore, le compagnie idonee a essere scelte per far parte dell'indice sono disposte a gradi secondo:

- Il *rating* ESG
- Il fatto di essere già parte dell'indice o meno (si dà precedenza ai titoli già facenti parte dell'indice)
- Punteggi ESG aggiustati per il settore industriale
- Capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante decrescente

Dopo aver creato un *ranking* dei titoli papabili per l'inclusione nell'indice, i titoli effettivi vengono scelti seguendo la scaletta qui sotto:

- Titoli nel primo 17,5%
- Titoli con *rating* AAA e AA nel primo 25%
- Titoli che già fanno parte dell'indice nel primo 32,5%
- Titoli rimanenti nell'universo investibile

Una volta raggiunta la copertura del suddetto 25%, si va a vedere qual è la compagnia che permette di superare la soglia di copertura del 25%: quella particolare compagnia viene chiamata "compagnia marginale" (*marginal company*). A quel punto, se la compagnia marginale è già un componente dell'indice, allora essa viene mantenuta all'interno di esso anche si raggiunge una copertura significativamente più elevata del 25%, sia per assicurare una stabilità maggiore dell'indice, sia per garantire un ricambio minore. Se invece la compagnia marginale non è già parte dell'indice, allora verrà inclusa nell'indice solo se la differenza (in valore assoluto) tra la percentuale di copertura raggiunta includendo tale compagnia e il 25% risulta minore della differenza (in valore assoluto) tra la percentuale di copertura raggiunta non includendo tale compagnia e il 25%. In ogni caso, la minima percentuale di copertura per ogni settore dell'indice parente è fissata al 22,5%, quindi la compagnia marginale verrà inclusa nell'indice nel caso in cui la sua non inclusione porterebbe a una copertura in percentuale minore del 22,5% (nel caso in cui non si arrivi alla copertura del 22,5%, non potranno essere usate per l'inclusione compagnie relative a settori esclusi che abbiamo visto prima).

## 2.4 FTSE4Good

### 2.4.1 L'azienda

La serie di indici FTSE4Good è fornita da FTSE Russell, un provider di indici tra i maggiori al mondo. Nella guida ai prodotti e servizi disponibile sul sito<sup>40</sup>, si può leggere che i loro prodotti sono usati globalmente sia da investitori istituzionali che *retail*, e sono costruiti e mantenuti applicando i più alti standards e usando metodologie trasparenti. I punti di forza della compagnia sono l'utilizzo di informazioni rilevanti, calcolate usando le metodologie più robuste, l'accuratezza, che permette di proporre prodotti sempre al passo con i tempi e con i repentini cambiamenti della realtà che ci circonda, e l'affidabilità, data da una combinazione di rigore accademico e rilevanza pratica, che permette di usare i prodotti in questione con sicurezza e senza preoccupazioni. Vediamo adesso un po' di storia di questo colosso finanziario. Si parte dal lontano 1962, quando viene lanciato l'indice FT-Actuaries All-Share Index, un antecedente della moderna serie di indici FTSE UK Indexes. Nel 1984, altro anno fondamentale, Russell lancia i tre indici Russell 3000 Index, Russell 2000 Index e Russell 1000 Index, mentre FTSE lancia FTSE 100 Index. Due anni dopo, nel 1986, viene lanciato invece quello che è il precursore dell'indice FTSE All-World Index, chiamato all'epoca FT Actuaries World Index. Altra data importante, con un salto di quasi dieci anni, è il 1995, quando viene creata una *joint venture* tra Financial Times e London Stock Exchange (da qui il nome FTSE), mentre il nome dell'indice FT Actuaries World Index diventa FTSE/S&P-Actuaries World Index, a seguito della vendita della partecipazione di Wood Mackenzie nell'indice a favore di S&P. Nel 1999, FTSE acquista anche gli altri partecipanti all'indice, rinominando l'indice suddetto FTSE World Index, mentre l'anno successivo incorpora l'indice ING Barings Emerging Markets Index nel FTSE World Index, che ora copre anche i mercati emergenti, trasformandolo nel FTSE All-World Index. Il 2001 è poi l'anno del lancio della serie FTSE4Good Index Series, creata per misurare la performance di compagnie con alti standard ambientali, sociali e di *governance*. Nel 2003, in collaborazione con S&P, viene creato il sistema di classificazione delle industrie Industry Classification Benchmark (ICB)<sup>41</sup>. Altri avvenimenti importanti accadono successivamente, fino ad

---

<sup>40</sup> FTSE Russell, *Guide to products and services*, 2016, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

<sup>41</sup> ICB (Industry Benchmark Classification) è un sistema di classificazione delle industrie largamente usato a livello mondiale come standard, che cataloga le imprese in uno dei tanti

arrivare al 2015, anno in cui FTSE e Russell si fondono per dare vita all'attuale FTSE Russell. Per quanto riguarda la responsabilità d'impresa, FTSE Russell è molto attenta sotto questo punto di vista alle continue e crescenti domande da parte dei clienti per prodotti e servizi sempre più orientati a fattori ESG: è per questo che la compagnia propone una serie di prodotti e servizi sempre all'avanguardia per quanto riguarda il mondo dell'investimento sostenibile e responsabile. Tra questi, abbiamo FTSE ESG Ratings, che sono appunto *rating* di sostenibilità, la serie di indici FTSE Environmental Markets Series, la serie di indici FTSE Developed ex Fossil Fuels Index Series (serie di indici che rappresenta la performance dell'indice FTSE Developed dopo aver eliminato dallo stesso compagnie legate in qualche modo ai combustibili fossili), ed infine la serie di indici FTSE4Good Index Series. Questa ultima serie di indici è quella di cui ci occuperemo in seguito: come abbiamo già visto, è stata lanciata nel 2001, ed è composta da 13 indici composti da quelle compagnie che dimostrano delle ottime performance sotto il punto di vista ESG. Proprio di questa serie andiamo adesso ad analizzare il modello di assegnazione di rating utile per la costruzione degli indici e il modello di costruzione degli indici stessi.

#### **2.4.2 Metodologia di rating ESG**

I *ratings* ESG assegnati alle varie compagnie che vengono analizzate sono appunto la base di partenza per la creazione degli indici della serie FTSE4Good Index Series<sup>42</sup>. Prima di vedere in dettaglio il modello, c'è da premettere che vengono utilizzate, per l'assegnazione dei *ratings* ESG, soltanto informazioni pubblicamente disponibili<sup>43</sup>, cosa che aumenta, come sostiene FTSE Russell, la credibilità degli stessi. Vediamo come vengono assegnati tali valutazioni. In primis, come dice la stessa sigla ESG, il risultato

---

sotto-settori in base alla sua attività principale (a livello di entrate finanziarie) e in base alle informazioni pubblicamente disponibili. Come per il GICS, anche qui il sistema di classificazione è di tipo gerarchico: abbiamo infatti 10 industrie, 19 super-settori, 41 settori e 114 sotto-settori. Maggiori informazioni disponibili sul sito [www.icbenchmark.com](http://www.icbenchmark.com).

<sup>42</sup> Si farà riferimento, per la compilazione di questo paragrafo, al documento seguente: FTSE Russell, *FTSE ESG Ratings & FTSE4Good: New FTSE ESG Model*, v1.0, 2015, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

<sup>43</sup> FTSE Russell, *Index Inclusion Rules for the FTSE4Good Index Series*, v1.8, 2016, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

finale è costituito da tre pilastri che sono quello ambientale, sociale e di *governance*. Ognuno di questi tre pilastri è poi suddiviso in alcuni temi. In particolare, si hanno:

- Ambiente:
  - Cambiamento climatico
  - Utilizzo dell'acqua
  - Biodiversità
  - Inquinamento e risorse
  - Catena di fornitura
- Sociale:
  - Salute e sicurezza
  - Standards di lavoro
  - Diritti umani e comunità
  - Responsabilità per il consumatore
  - Catena di fornitura
- *Governance*:
  - Anti-corruzione
  - Trasparenza fiscale
  - Gestione del rischio
  - *Corporate governance*

Ognuno di questi temi, che sono in tutto 14, è poi ulteriormente suddiviso in indicatori, che in totale sono più di 300. Ad ogni livello della piramide, la compagnia valutata avrà un numero che segnala l'esposizione della stessa a quel particolare indicatore, tema o pilastro. L'esposizione potrà avere i seguenti punteggi:

- 3 ---- esposizione elevata
- 2 ---- esposizione media
- 1 ---- esposizione bassa
- 0 ---- trascurabile/non determinabile

Oltre al punteggio che indica l'esposizione, la compagnia verrà poi valutata con un punteggio che indica quanto bene essa stia facendo in quel senso:

- 5 ---- "*best practice*" (quindi punteggio più elevato che indica un ottimo livello di responsabilità verso quel fattore)



- 4
- 3 ---- "*good practice*" (quindi un punteggio medio, che indica un livello abbastanza buono di responsabilità)
- 2
- 1
- 0 ---- "*no disclosure*" (significa che la compagnia valutata non ha rilasciato informazioni in merito, e quindi non è stata possibile l'assegnazione di un vero e proprio punteggio)

Fatta questa introduzione, partiamo dagli indicatori specifici per andare a capire nel concreto come viene assegnato un *rating* ESG. Come già detto, ci sono più di 300 indicatori in totale, ma in genere una compagnia viene valutata sulla base di una media di 125 indicatori, scelti chiaramente tra quelli a cui la compagnia è effettivamente esposta. Per riuscire a calcolare l'esposizione di una compagnia a determinati fattori e rischi ESG, è utile costruire quella che viene chiamata "Matrice di esposizione al tema": per farlo, vengono raccolti dati sull'attività della compagnia, sulla sua collocazione geografica, su eventuali incidenti controversi e sull'eventuale status di multinazionale e vengono poi usati come fattori. Una volta costruita la matrice per ognuno dei 14 temi visti prima, per ogni tema viene assegnato un punteggio che indica l'esposizione allo stesso (esso può andare da 3 a 0, come visto sopra). Maggiore è l'esposizione, maggiore sarà il numero di indicatori singoli sulla base dei quali la compagnia sarà valutata. Nel caso in cui l'esposizione verso un certo tema sia pari a 0 (trascurabile), allora la compagnia non verrà valutata sulla base degli indicatori che compongono quel particolare tema. Una volta calcolata l'esposizione, è necessario calcolare il punteggio di quel tema. Esso dipende da due fattori:

1. La percentuale di punteggio ottenuto dai singoli indicatori di quel tema
2. L'esposizione della compagnia a quel tema (nel caso il tema sia trascurabile, non viene assegnato alcun punteggio allo stesso)

I due fattori suddetti vengono combinati dando vita alla seguente matrice:

**Tabella 9: matrice di esposizione al tema per gli indici della serie FTSE4Good**

	Esposizione			
		Bassa	Media	Alta
Punteggio	0	N/A	0%	0%
	1	0-5%	1-5%	1-10%
	2	6-10%	6-20%	11-30%
	3	11-30%	21-40%	31-50%
	4	31-50%	41-60%	51-70%
	5	51-100%	61-100%	71-100%

Fonte: FTSE Russell, *FTSE ESG Ratings & FTSE4Good: New FTSE ESG Model, v1.0*, 2015, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

Facciamo un esempio pratico. Poniamo di avere il tema "Utilizzo dell'acqua". È stato precedentemente calcolato che l'esposizione al tema è media e che i punteggi ottenuti dagli indicatori di quel tema sono il 56%. Andiamo quindi nella colonna dell'esposizione media e vediamo che a un punteggio percentuale del 56% corrisponde un punteggio del tema pari a 4. Più in generale, vediamo l'esempio illustrato qui sotto:

**Figura 1: schema di calcolo del punteggio per ogni tema per gli indici della serie FTSE4Good**

Tema	Legenda	Esposizione al tema	Punti ottenuti dagli indicatori del tema (%)
Biodiversità	EBD	N/A	N/A
Utilizzo dell'acqua	EWT	Media	56%
Catena di fornitura (E)	ESC	Alta	28%
Inquinamento e risorse	EPR	Alta	37%
Cambiamento climatico	ECC	Media	48%
Catena di fornitura (S)	SSC	Alta	33%
Diritti umani e comunità	SHR	Media	23%
Standards di lavoro	SLS	Alta	10%
Responsabilità per il consumatore	SCR	N/A	N/A
Salute e sicurezza	SHS	Media	7%
Gestione del rischio	GRM	Alta	30%
Trasparenza fiscale	GTX	Alta	7%
Corporate governance	GCG	Media	89%
Anti-corruzione	GAC	Alta	13%



	Esposizione			
		Bassa	Media	Alta
Punteggio	0	N/A	0%	0%
	1	0-5%	1-5%	1-10%
	2	6-10%	6-20%	11-30%
	3	11-30%	21-40%	31-50%
	4	31-50%	41-60%	51-70%
	5	51-100%	61-100%	71-100%



Legenda	Punteggio del tema (0-5)
<b>EBD</b>	<b>N/A</b>
<b>EWI</b>	<b>4</b>
<b>ESC</b>	<b>2</b>
<b>EPR</b>	<b>3</b>
<b>ECC</b>	<b>4</b>
<b>SSC</b>	<b>3</b>
<b>SHR</b>	<b>3</b>
<b>SLS</b>	<b>1</b>
<b>SCR</b>	<b>N/A</b>
<b>SHS</b>	<b>2</b>
<b>GRM</b>	<b>2</b>
<b>GTX</b>	<b>1</b>
<b>GCG</b>	<b>5</b>
<b>GAC</b>	<b>2</b>

Fonte: FTSE Russell, *FTSE ESG Ratings & FTSE4Good: New FTSE ESG Model, v1.0*, 2015, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

Una volta calcolati i punteggi ottenuti dai vari temi applicabili alla compagnia, bisognerà poi calcolare il punteggio totale ottenuto da ognuno dei tre pilastri: E, S e G. Anche qui, l'esposizione è calcolata come media delle esposizioni dei vari temi che compongono il pilastro, mentre il punteggio dello stesso è calcolato come media pesata per il rischio (dove per rischio chiaramente si intende l'esposizione) dei punteggi ottenuti dai vari temi che lo compongono. Sulla base dell'esempio precedente, proseguiamo con un caso pratico che servirà a chiarire meglio le idee:

**Figura 2: schema di calcolo dell'esposizione per i pilastri E, S e G per gli indici della serie FTSE4Good**

Legenda	Esposizione del tema (0-3)
EBD	N/A
EWT	2
ESC	3
EPR	3
ECC	2
SSC	3
SHR	2
SLS	3
SCR	N/A
SHS	2
GRM	3
GTX	3
GCG	2
GAC	3



Esposizione del pilastro "Ambiente":  $[0(\text{EBD}) + 2(\text{EWT}) + 3(\text{ESC}) + 3(\text{EPR}) + 2(\text{ECC})]/4$  (numero di temi applicabili) = **2,5**

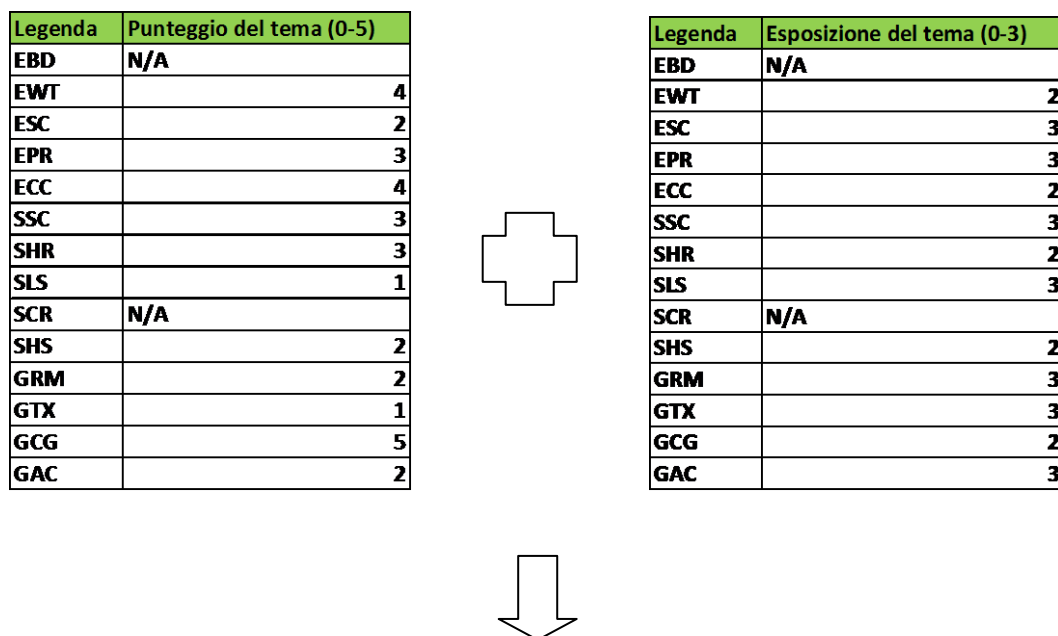
Esposizione del pilastro "Sociale":  $[3(\text{SSC}) + 2(\text{SHR}) + 3(\text{SLS}) + 0(\text{SCR}) + 2(\text{SHS})]/4$  (numero di temi applicabili) = **2,5**

Esposizione del pilastro "Governance":  $[3(\text{GRM}) + 3(\text{GTX}) + 2(\text{GCG}) + 3(\text{GAC})]/4$  (numero di temi applicabile) = **2,75**

Fonte: FTSE Russell, *FTSE ESG Ratings & FTSE4Good: New FTSE ESG Model, v1.0*, 2015, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

Passiamo adesso al calcolo del punteggio dei pilastri:

**Figura 3: schema di calcolo del punteggio dei tre pilastri E, S e G per gli indici della serie FTSE4Good**



Punteggio del pilastro "Ambiente":  $[0 \cdot 0(\text{EBD}) + 4 \cdot 2(\text{EWT}) + 3 \cdot 2(\text{ESC}) + 3 \cdot 3(\text{EPR}) + 4 \cdot 2(\text{ECC})] / [0(\text{EBD}) + 2(\text{EWT}) + 3(\text{ESC}) + 3(\text{EPR}) + 2(\text{ECC})] = 3,1$

Punteggio del pilastro "Sociale":  $[3 \cdot 3(\text{SSC}) + 3 \cdot 2(\text{SHR}) + 1 \cdot 3(\text{SLS}) + 0 \cdot 0(\text{SCR}) + 2 \cdot 2(\text{SHS})] / [3(\text{SSC}) + 2(\text{SHR}) + 3(\text{SLS}) + 0(\text{SCR}) + 2(\text{SHS})] = 2,2$

Punteggio del pilastro "Governance":  $[2 \cdot 3(\text{GRM}) + 1 \cdot 3(\text{GTX}) + 5 \cdot 2(\text{GCG}) + 2 \cdot 3(\text{GAC})] / [3(\text{GRM}) + 3(\text{GTX}) + 2(\text{GCG}) + 3(\text{GAC})] = 2,3$

Fonte: FTSE Russell, *FTSE ESG Ratings & FTSE4Good: New FTSE ESG Model, v1.0*, 2015, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

Infine, riusciamo adesso a calcolare il rating finale ESG come una media ponderata per il rischio (che come già detto consiste nell'esposizione) dei punteggi ottenuti dai tre pilastri:

**Figura 4: schema di calcolo del rating ESG finale per gli indici della serie FTSE4Good**

	<b>Esposizione (0-3)</b>	<b>Punteggio (0-5)</b>
<b>Ambiente</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>
<b>Sociale</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
<b>Governance</b>	<b>2,75</b>	<b>2,3</b>

$$\text{Rating ESG} = [3,1*2,5(E) + 2,2*2,5(S) + 2,3*2,75(G)]/[2,5(E) + 2,5(S) + 2,75(G)] = 2,5$$

Fonte: FTSE Russell, *FTSE ESG Ratings & FTSE4Good: New FTSE ESG Model*, v1.0, 2015, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

### 2.4.3 Metodologia di costruzione degli indici

Per poter entrare a far parte di uno degli indici della serie FTSE4Good Index Series<sup>44</sup>, dal giugno 2016 è richiesto un *rating* minimo a seconda che la compagnia faccia parte di uno stato classificato come avanzato o come emergente. In particolare:

- Se la compagnia fa parte di uno stato avanzato, allora dovrà avere un *rating* almeno pari a 3.1 (anche se FTSE Russell intende rivedere al ribasso tale soglia)
- Se la compagnia fa parte di un paese emergente, il *rating* minimo richiesto è pari a 2.0 (anche se FTSE Russell intende rivedere pure questa soglia per rendere minore il distacco tra questa e la soglia posta per i paesi avanzati)

<sup>44</sup> Si fa riferimento al documento FTSE Russell, *Index Inclusion Rules for the FTSE4Good Index Series*, v1.8, 2016, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

Inoltre, se una compagnia fa già parte di uno degli indici, essa deve mantenere il proprio *rating* al di sopra di una certa soglia:

- Se la compagnia fa parte di un paese avanzato, e il suo *rating* è sotto 2.5 essa è a rischio di eliminazione
- Se la compagnia fa parte di un paese emergente, e il suo *rating* è sotto 1.8 essa è a rischio di eliminazione

Alle compagnie a rischio di eliminazione verrà dato un periodo di 12 mesi durante il quale esse dovranno provvedere ad aumentare il *rating* ESG assegnato loro, pena l'eliminazione dall'indice (tale periodo può essere eventualmente allungato in caso speciali sentito il parere del Comitato Consultivo).

Oltre al fatto di dover avere dei *rating* ESG sopra una determinata soglia, le compagnie per far parte di un indice non devono essere coinvolte nella produzione o nella manifattura dei prodotti che adesso andiamo ad indicare (se uno dei costituenti dell'indice viene coinvolto nella produzione/manifattura di uno dei seguenti prodotti, viene rimosso dall'indice alla successiva revisione):

- Tabacco
- Sistemi di armi
- Componenti di armi controverse: munizioni a grappolo, mine anti-uomo, uranio impoverito, armi chimiche/biologiche, armi nucleari
- Carbone: le compagnie che sono categorizzate come appartenenti al sottosettore Carbone (1771) secondo l'ICB

Abbiamo poi altre eccezioni, oltre ai criteri sopra indicati:

- Se una compagnia è coinvolta nella generazione di energia nucleare, deve soddisfare almeno 16 dei 17 indicatori specifici del tema Salute e Sicurezza per essere inclusa negli indici della serie
- Se una compagnia è coinvolta nella produzione di latte artificiale, deve soddisfare almeno 19 dei 20 indicatori specifici del tema Responsabilità verso il consumatore per essere inclusa negli indici della serie

Inoltre, FTSE Russell sta sviluppando un sistema che monitori eventuali controversie in cui la compagnia viene coinvolta: se la compagnia è stata identificata come coinvolta in

controversie significative, allora non potrà far parte della serie di indici. Infine, per le compagnie che fanno parte di un paese sviluppato, e che hanno totalizzato un punteggio pari a 0 o 1 in ogni tema applicabile verso cui hanno un'alta esposizione, sarà preclusa l'inclusione negli indici della serie.

Vediamo adesso come vengono costruiti gli indici nel dettaglio<sup>45</sup>. Intanto c'è da premettere che gli indici di questa serie si dividono in due gruppi: gli indici benchmark, e quelli negoziabili. Nel successivo capitolo, sono stati selezionati tra tutti quattro indici: tre negoziabili (FTSE4Good Global 100, FTSE4Good UK 50, FTSE4Good US 100) e un benchmark (FTSE4Good Japan). Prima di analizzare le regole, mettiamo in chiaro che le stesse possono non essere seguite nel caso eccezionale in cui non siano tali da permettere agli indici di rimanere in linea con gli sviluppi repentini del mercato: in quel caso, si dovrà fare riferimento alla dichiarazione di principi (*Statement of Principles*) che sintetizza la filosofia che FTSE Russell segue per la costruzione degli indici. Le regole in questione sono supervisionate e gestite da un comitato consultivo creato appositamente (*Advisory Committee*), formato da investitori professionali indipendenti che siano esperti di fattori ESG. Tale comitato può anche suggerire eventuali modifiche alle regole di costruzione degli indici.

Cominciamo adesso col vedere quali sono le compagnie che possono far parte degli indici. Per quanto riguarda gli indici di tipo *benchmark*, tutte le compagnie che facciano parte del corrispettivo indice tradizionale sono papabili per l'inclusione. Per fare un esempio, potranno entrare a far parte dell'indice FTSE4Good Global Index quelle che compongono l'indice FTSE Developed Index; potranno entrare a far parte dell'indice FTSE4Good Japan Index quelle che già fanno parte dell'indice FTSE Japan Index; e così via. A loro volta, le compagnie che poi verranno scelte per la costruzione degli indici *benchmark* saranno a loro volta papabili per l'inclusione negli indici negoziabili (tranne per il Giappone, che non ha un indice negoziabile). Ogni componente degli indici sostenibili avrà lo stesso peso che ricopre nell'indice tradizionale di riferimento, effettuati i vagli di investibilità di quell'indice. Per gli indici di tipo *benchmark*, tutti i titoli che fanno già parte dell'indice tradizionale associato che superano i criteri di inclusione visti prima entrano di diritto a far parte dell'indice stesso. Per quanto invece riguarda gli indici negoziabili, procediamo per esempi. Il FTSE4Good UK 50 Index è

---

<sup>45</sup> Si fa riferimento al documento FTSE Russell, *FTSE4Good Index Series*, v2.6, 2016, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)



composto dalle 50 più grandi compagnie che formano l'indice FTSE4Good UK Index (il benchmark), secondo l'intero valore di mercato, il FTSE4Good Global 100 Index è composto dalle 100 compagnie più grandi che formano l'indice FTSE4Good Global Index (il benchmark) secondo l'intero valore di mercato, e lo stesso dicasi per il FTSE4Good USA 100, e così via.

In giugno e in dicembre vengono effettuate delle revisioni semestrali degli indici, che prevedono regole diverse per gli indici benchmark e quelli negoziabili:

- Per gli indici *benchmark*, è sufficiente che un titolo che faccia parte dell'indice tradizionale associato superi i criteri di selezione per entrare a far parte dell'indice *benchmark*
- Per gli indici negoziabili invece si procede come segue: si effettua un *ranking* dei componenti dell'indice *benchmark* di riferimento per intero valore di mercato, dopodiché le cose cambiano a seconda degli indici considerati (riportiamo le regole di inclusione/esclusione solo per quelli analizzati nel prossimo capitolo):
  - Per gli indici FTSE4Good Global 100 Index e FTSE4Good US 100 Index , un titolo verrà inserito nell'indice se sta almeno alla 90esima posizione, mentre verrà rimosso dall'indice se cade sotto la 111esima posizione;
  - Per l'indice FTSE4Good UK 50 Index , un titolo verrà inserito nell'indice se sta almeno sopra la 40esima posizione, mentre verrà rimosso se cade sotto la 61esima posizione

Per gli indici negoziabili c'è la necessità di mantenere costante il numero dei titoli che li compongono, perciò nel caso in cui, durante le revisioni periodiche, il numero di titoli che si qualificano per l'inserimento sia maggiore di quelli che invece vengono rimossi, i titoli che hanno le posizioni più basse vengono comunque eliminati. Nel caso, viceversa, in cui siano di più i titoli che vengono eliminati rispetto a quelli qualificati per l'inserimento, si andranno a inserire anche altri titoli tra le posizioni più alte. Infine, nel caso in cui un titolo cessi di essere parte dell'indice *benchmark*, smetterà automaticamente di far parte anche dell'indice negoziabile (e chiaramente verrà sostituito), così come nel caso in cui un titolo cessi di far parte dell'indice tradizionale associato, cesserà di far parte automaticamente anche dell'indice *benchmark*.

Chiudiamo questo paragrafo sugli indici sostenibili della FTSE Russell parlando brevemente della metodologia di *capping* usata per la costruzione degli indici negoziabili. È previsto infatti che per ogni indice negoziabile, ogni titolo che ne fa parte non possa pesare più del 10% sul totale dell'indice. È quindi necessario, a ogni revisione semestrale, effettuare un processo di *capping* (letteralmente significa fissazione di un limite massimo) per far sì che questa soglia venga rispettata. Tale processo si svolge per fasi:

1. Fase 1: ogni titolo il cui peso sia maggiore del 10% viene diminuito al 10%. I pesi di tutti i titoli che seguono nel *ranking* (per pieno valore di mercato, ricordiamolo) vengono aumentati proporzionalmente. Essi sono poi controllati e se superano il 10% vengono anch'essi diminuiti fino al 10%. Questo processo viene ripetuto finché nessun titolo ecceda il 10%
2. Fase 2: se il peso in aggregato di tutti i titoli che superano il 5% è maggiore del 40% si procede con la fase 3, altrimenti il processo si conclude
3. Fase 3:
  - a. se più di un titolo è fissato al 10%, allora i pesi di tutti i costituenti successivi precedentemente fissati al 10% sono modificati secondo le regole seguenti:
    - i. se il peso del secondo titolo più grande è maggiore del 9% allora esso viene ridotto al 9% e i pesi dei titoli successivi nel *ranking* vengono aumentati proporzionalmente. Se il peso totale di tutti i titoli che superano in peso il 5% è maggiore del 40% si prosegue
    - ii. se il peso del terzo titolo più grande è maggiore dell'8% allora viene diminuito all'8% e i pesi dei titoli successivi nel *ranking* vengono aumentati proporzionalmente. Se il peso totale di tutti i titoli che superano in peso il 5% è maggiore del 40% si prosegue
    - iii. se il peso del quarto titolo più grande è maggiore del 7% allora esso viene diminuito al 7% e i pesi dei titoli successivi nel *ranking* vengono aumentati proporzionalmente. Se il peso totale di tutti i titoli che superano in peso il 5% è maggiore del 40% allora si prosegue
    - iv. se il peso del quinto titolo più grande è maggiore del 6% allora viene diminuito al 6% e i pesi di tutti i titoli successivi nel

*ranking* vengono aumentati proporzionalmente. Se il peso totale di tutti i titoli che superano il 5% in peso è maggiore del 40% allora si prosegue

- v. se il peso del sesto titolo più grande e di quelli successivi nel *ranking* supera il 4% allora vengono tutti diminuiti al 4% e i pesi dei titoli successivi nel *ranking* vengono aumentati proporzionalmente

- 4. Fase 4: il peso di tutti i titoli viene controllato. Se il peso totale di quei titoli che in peso superano il 5% è maggiore del 40% allora il processo viene continuato, prima diminuendo al 10% il peso di eventuali titoli grandi che lo hanno superato e poi ricominciando con la fase 3.

## **2.5 Dow Jones Sustainability Indices**

### **2.5.1 L'azienda**

Gli indici di questa serie sono offerti in collaborazione da RobecoSAM e S&P Dow Jones Indices. La serie è stata lanciata nell'ormai lontano 1999, qualificandosi come la prima serie di indici a livello globale basata sul tema della sostenibilità<sup>46</sup>. Il primo partner della collaborazione in questione è S&P Dow Jones Indices: forse il più grande fornitore a livello globale di indici, di dati e ricerca sugli stessi e di servizi finanziari, S&P Dow Jones Indices nasce nel luglio 2012 tra l'unione di S&P Indices e Dow Jones Indexes, portandosi dietro i 120 anni di esperienza che caratterizzano i due colossi. Pietre miliari della loro storia sono state il lancio dell'iconico Dow Jones Industrial Average nel 1896 e lo S&P 500 nel 1957: oggi, gli indici offerti sono ben più di un milione<sup>47</sup>. Per quanto invece riguarda RobecoSAM, nasce nel 1995 come agenzia specializzata esclusivamente su investimenti sostenibili. Offre non solo la serie di indici in collaborazione con S&P Dow Jones Indices, ma anche gestione degli investimenti, analisi d'impatto, servizi di engagement e altro ancora. È sorella della olandese Robeco,

---

<sup>46</sup> Maggiori informazioni su [www.sustainability-indices.com](http://www.sustainability-indices.com)

<sup>47</sup> Maggiori informazioni su [www.djindexes.com](http://www.djindexes.com)

azienda che si occupa di gestione degli investimenti dal 1929. Entrambe fanno parte del gruppo Robeco Group, il cui maggior azionista è OROX Corporation<sup>48</sup>.

### 2.5.2 Metodologia di rating ESG

In questo paragrafo andremo a vedere come funziona l'assegnazione dei *ratings* di tipo ESG secondo la metodologia usata da RobecoSAM<sup>49</sup>, base per la successiva costruzione degli indici DJSI. Per prima cosa analizziamo le fonti usate per la valutazione delle compagnie e l'assegnazione dei *ratings* ESG. RobecoSAM utilizza informazioni che sono direttamente fornite dalle compagnie in questione. Questo è ovviamente funzionale al fatto che la valutazione su fattori ESG avviene tramite la compilazione di un questionario, su base annua, che si chiama CSA (*Corporate Sustainability Assessment*). Le compagnie valutate sono chiamate a compilare tale questionario, allegando i documenti necessari per la verifica della veridicità delle risposte date. Questo metodo permette sicuramente una più profonda comprensione dell'attività e dei valori della compagnia valutata. Il questionario esiste dal 1999: sono chiamate a compilarlo le 3400 compagnie quotate più grandi a livello mondiale. Il sistema di classificazione delle industrie usato da RobecoSAM è il già precedentemente visto GICS: per questo, vengono creati ben 60 questionari diversi, uno per ogni settore. Entro ogni settore poi le compagnie che formano il primo 10% (in ordine di punteggio ottenuto decrescente) saranno selezionate per entrare a far parte degli indici della serie Dow Jones Sustainability Indices.

Per la creazione delle varianti del questionario a seconda del settore la prima cosa fondamentale che serve è la cosiddetta Matrice di rilevanza finanziaria: tale matrice permette agli analisti di capire quali sono i fattori di sostenibilità che hanno un maggiore impatto sul business della compagnia valutata e che quindi sono più rilevanti da un punto di vista finanziario. Questo processo è necessario per attribuire in maniera sensata l'applicabilità e il peso da dare a ogni criterio usato nel questionario. Tale

---

<sup>48</sup> RobecoSAM, *Measuring Intangibles: RobecoSAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology*, 2016, in [www.sustainability-indices.com](http://www.sustainability-indices.com)

<sup>49</sup> Faremo riferimento, per la stesura di questo paragrafo, al documento RobecoSAM, *Measuring Intangibles: RobecoSAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology*, 2016, in [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

matrice è composta da un piano cartesiano, dove sull'asse delle ascisse si trova la grandezza dell'impatto (dei vari fattori di sostenibilità) e sull'asse delle ordinate si trova invece la probabilità dell'impatto (dei vari fattori di sostenibilità). Avremo così un piano cartesiano punteggiato da diversi fattori di tipo ESG: per la compilazione del questionario per un certo settore verranno presi in considerazione soltanto quelli che si trovano nella parte in alto a destra, ossia quelli che sono altamente probabili e che potrebbero impattare pesantemente sul business delle compagnie.

**Figura 5: matrice di rilevanza finanziaria per gli indici della serie DJSI**

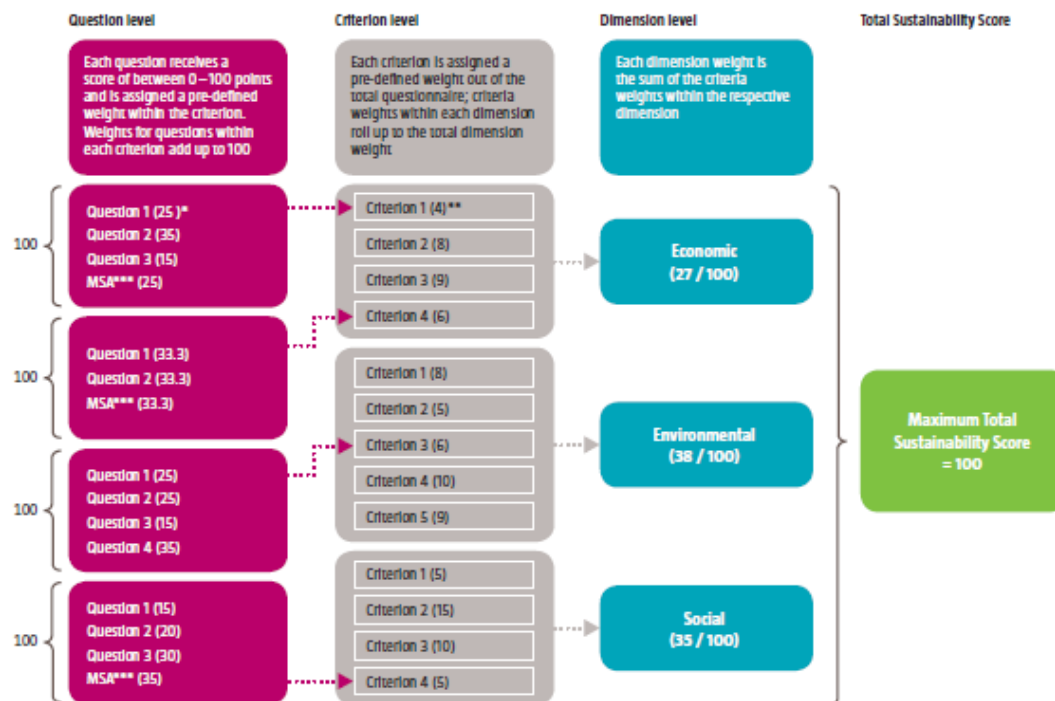


Fonte: RobecoSAM, *Measuring Intangibles: RobecoSAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology*, 2016, in [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

Vediamo adesso come si compone il questionario. Per iniziare, i tre grandi pilastri che di solito sono Ambiente, Sociale e *Governance* diventano qui Economico, Sociale e Ambiente. Ognuna di queste tre dimensioni è composta in media dai 6 ai 10 criteri, ognuno dei quali ha già un peso predeterminato all'interno del pilastro. La somma dei pesi dei vari criteri che compongono un pilastro va ad indicare il peso totale di quel pilastro su un valore massimo di 100. La somma dei punteggi dei tre pilastri deve essere infatti pari a 100. Ogni criterio è composto a sua volta da alcune domande (le domande totali del questionario variano tra le 80 e le 120 a seconda dell'industria), le quali hanno un peso pre-impostato e possono ottenere un punteggio che va a 0 (il minimo) a 100 (il

massimo). Il punteggio massimo che una compagnia può ottenere è pari a 100: tale punteggio viene chiamato punteggio totale di sostenibilità. Vediamo nella figura sotto un diagramma che illustra la gerarchia del questionario:

**Figura 6: diagramma di gerarchia del questionario CSA per gli indici della serie DJSI**



Legenda:

\* = peso pre-impostato della domanda

\*\* = peso preimpostato del criterio

\*\*\* = MSA sta per Media and Stakeholder Analysis, di cui parleremo più avanti

Fonte: RobecoSAM, *Measuring Intangibles: RobecoSAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology*, 2016, in [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

Il questionario, come dicevamo, è differente a seconda del settore preso in considerazione. Le domande possono variare all'interno di uno stesso criterio applicato

a due settori diversi, e possono variare anche i loro pesi. Lo stesso dicasi per i criteri stessi, per i loro pesi e per i pesi dei tre pilastri. Infatti, prendendo ad esempio il criterio sul cambiamento climatico, è logico che esso verrà gestito da un'impresa manifatturiera in maniera ben diversa rispetto a come verrà gestito da una banca: nel primo caso, sarà utile andare a valutare per esempio le emissioni di anidride carbonica, mentre nel secondo caso la valutazione si centrerà sulla capacità della banca di proporre soluzioni di investimento che incoraggino una transizione verso un'economia senza risorse fossili. In ogni caso, il questionario è di solito composto da domande generali (quindi non specifiche per il settore) su gestione del rischio, *corporate governance* e altri argomenti per un buon 40-50%.

Vediamo adesso nel dettaglio, riportando anche un esempio, come viene calcolato il punteggio totale di sostenibilità per una compagnia. Le domande del questionario sono formulate in modo che siano limitate le possibili risposte di tipo qualitativo: infatti quasi tutte le domande hanno risposte multiple e possono ottenere un punteggio che va da 0 a 100. Inoltre, le risposte devono essere provate su base documentaria fornita dalla compagnia: spesso, il punteggio massimo è precluso anche solo se non viene fornito materiale adeguato per la verifica. Qui sotto un esempio di domanda del questionario per il settore farmaceutico:

**Tabella 10: esempio di domanda del questionario CSA per gli indici della serie  
DJSI**

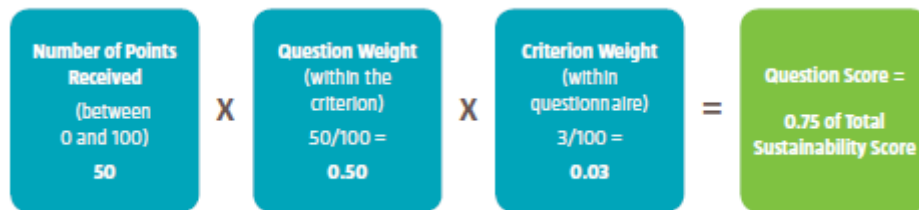
Domanda	Prego indicare le strategie della compagnia per migliorare l'accesso ai medicinali sia nei paesi sviluppati che in quelli in via di sviluppo. Prego fornire documentazione di supporto.
Punti della domanda	0-100
Peso della domanda all'interno del criterio	50%
Criterio	Strategia per migliorare l'accesso ai medicinali o a prodotti
Dimensione (pilastro)	Sociale
Motivazione di RobecoSAM	<p>Pazienti svantaggiati sono spesso impossibilitati ad accedere a trattamenti a causa di limitazioni finanziarie.</p> <p>Non solo questo problema è prevalente in paesi in via di sviluppo, ma sta diventando una preoccupazione crescente anche nei paesi sviluppati. Una sfida del genere fornisce alle compagnie nel settore della salute un'opportunità di creare o migliorare iniziative che forniscano ai pazienti l'accesso ai medicinali o ad altri prodotti. Le compagnie che fanno innovativi passi in avanti affrontando questi problemi possono a loro volta beneficiare di una maggiore credibilità, di un marchio aziendale e di prodotto migliorato, e di una maggiore penetrazione di mercato. Perciò, RobecoSAM chiede alle compagnie nel settore farmaceutico se esse hanno delle strategie in corso per affrontare il problema dell'accesso ai medicinali e altri prodotti.</p>
Possibili risposte	Numero di punti conferiti
A) Lista delle potenziali strategie (la compagnia può anche selezionarle tutte)	0-100 (dipende da quali strategie sono state selezionate)
B) Non applicabile	A una domanda che è stata contrassegnata come non applicabile non sarà assegnato alcun punteggio, e il peso della stessa sarà egualmente redistribuito sulle altre domande dello stesso criterio, solo se gli analisti ritengono che la domanda non sia effettivamente applicabile al modello di business della compagnia (caso eccezionale).
C) Non conosciuto	0

Fonte: RobecoSAM, *Measuring Intangibles: RobecoSAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology*, 2016, in [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

Sulla base di questo esempio, qui sotto la semplice operazione per il calcolo del punteggio della domanda:



**Figura 7: schema di calcolo del punteggio delle domande del CSA per gli indici della serie DJSI**



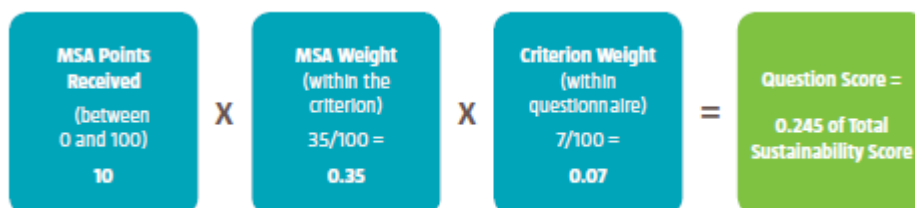
Fonte:

RobecoSAM, *Measuring Intangibles: RobecoSAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology*, 2016, in [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

Una volta calcolato il punteggio di ogni domanda, il punteggio totale di sostenibilità viene calcolato semplicemente come somma di tutti i punteggi delle varie domande che compongono il questionario.

Nel grafico sulla struttura del questionario visto prima, abbiamo trovato una sigla: MSA, ossia *Media and Stakeholder Analysis*. Essa è un componente del questionario che consiste nel monitoraggio continuo su base annua di eventuali situazioni di crisi di tipo sociale, ambientale o economico in cui una compagnia tra quelle valutate può venire a trovarsi. Queste situazioni di crisi possono riguardare casi di frode, corruzione, sicurezza sul posto di lavoro e problemi relativi al mancato rispetto di diritti umani fondamentali, tra gli altri. Quando è che si crea un caso MSA? Quando tale situazione di crisi è imputabile alla compagnia, se l'incidente rivela che le azioni della compagnia non sono in linea con gli obiettivi e la politica aziendali, e se l'impatto di questo evento sul *business* e sulla reputazione della compagnia stessa è notevole. Una volta aperto un caso MSA, RobecoSAM verifica il modo in cui la compagnia reagisce a tale situazione di crisi, quali sono le misure prese per far sì che non accada di nuovo e si pone direttamente in contatto con il soggetto. I casi MSA sono inseriti in un questionario all'interno di alcuni criteri specificamente selezionati (cioè quelli per cui si possa credere plausibile il verificarsi di una crisi) e sono trattati, nel punteggio e nel peso, come delle normali domande. Se il caso alla fine non si è verificato, il punteggio assegnato è pieno e pari a 100, mentre invece se il caso si verifica, il punteggio viene calcolato sulla base della risposta alla crisi da parte della compagnia.

**Figura 8: schema di calcolo del punteggio dei casi MSA nel CSA per gli indici della serie DJSI**



Fonte: RobecoSAM, *Measuring Intangibles: RobecoSAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology*, 2016, in [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

### 2.5.3 Metodologia di costruzione degli indici

L'approccio<sup>50</sup> usato per la costruzione degli indici DJSI è quello *best-in-class*: vengono selezionate, per far parte dei vari indici, soltanto le compagnie che hanno mostrato una maggiore responsabilità su temi ESG, e che fanno di quei settori che soddisfano dei minimi criteri di sostenibilità. Per la creazione degli indici, vengono usati i punteggi totali di sostenibilità forniti dalla RobecoSAM. La famiglia di indici DJSI è suddivisa in tre gruppi geografici: DJSI World, DJSI Regions e DJSI Countries. Quelli appena nominati, da cui sono stati scelti poi quelli sottoposti a analisi quantitativa nel prossimo capitolo, sono indici che raccolgono titoli a grande capitalizzazione (chiamati benchmark qui), tuttavia ci sono da citare, per correttezza, anche gli indici DJSI Blue-Chips, di cui noi però non ci occupiamo in questa sede. Come dicevamo, il punto di partenza per la costruzione degli indici è il punteggio totale di sostenibilità. Le compagnie invitate a compilare il questionario sono molte, ma non tutte scelgono di farlo: quelle più piccole che decidono di non compilare il questionario quindi non vengono prese in considerazione per entrare a far parte degli indici, mentre per quelle che superano una certa soglia di grandezza è RobecoSAM a occuparsi della compilazione del questionario, attraverso informazioni pubblicamente disponibili.

L'universo di compagnie invitate a compilare il questionario per ogni indice della famiglia è composto dai titoli a più alta capitalizzazione aggiustata per il flottante

<sup>50</sup> Si farà riferimento al documento RobecoSAM, *Dow Jones Sustainability Indices: Methodology*, 2016, in [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

(devono superare una certa soglia) che fanno parte dell'indice S&P Global BMI (ovviamente verranno scelti quei titoli che fanno parte dell'area geografica presa in considerazione, quindi, ad esempio, per l'indice DJSI Europe saranno scelte le 600 compagnie più grandi di mercati europei sviluppati). Dall'universo di titoli invitato, si passa a quello che è l'universo valutato. Esso è composto seguendo gli steps qui sotto:

1. Inserire nella lista tutte le compagnie che hanno scelto di partecipare al questionario
2. Inserire nella lista quelle diverse dal punto 1 che hanno una capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante più grande della soglia scelta
3. Dividere in gruppi le compagnie di cui ai punti 1) e 2) per regione e settore, e sommare le loro capitalizzazioni di mercato aggiustate per il flottante
4. Esprimere ognuno dei totali regionali calcolati al punto 3) come percentuale della capitalizzazione di mercato di quella regione e ognuno dei totali settoriali calcolati al punto 3) come percentuale della capitalizzazione di mercato di quel settore (riferendosi all'indice S&P Global BMI)
5. Se la percentuale dal punto 4) è minore del 50% per la regione e il settore, aggiungere titoli dall'universo invitato per quella regione e quel settore tra quelli che non hanno compilato il questionario, partendo da quelli con la capitalizzazione di mercato aggiustata per il flottante più elevata, finché la soglia del 50% è raggiunta o superata (nota: anche tali titoli devono avere un punteggio totale di sostenibilità assegnato da RobecoSAM sulla base di informazioni pubblicamente disponibili). Dopodiché nessun'altra compagnia è aggiunta

Dall'universo valutato si passa all'universo dei titoli idonei. Per crearlo, si seguono i seguenti steps:

1. Eliminare dall'universo dei titoli valutati quelli che hanno un punteggio totale di sostenibilità minore del 40% del punteggio totale di sostenibilità del titolo con il punteggio più alto
2. Assicurarsi che ci sia un numero sufficiente di titoli in ogni settore con un punteggio totale di sostenibilità per selezionare almeno un titolo in ogni settore secondo le regole previste per ciascun indice. Nell'eventualità in cui ci sia un numero insufficiente di compagnie in uno o più settori, questi possono essere combinati in un unico gruppo di settori secondo la classificazione GICS. Le

compagnie che vengono fuori con questo processo di selezione formano l'universo idoneo

Infine, dall'universo dei titoli idonei si attinge per la costruzione degli indici della famiglia. Ecco gli steps che prevede il processo:

1. Entro ciascun settore idoneo, classificare tutte le compagnie invitate in ordine decrescente secondo il loro punteggio totale di sostenibilità
2. Entro ciascun settore idoneo, selezionare quelle compagnie che si trovano sia nell'universo dei titoli idonei sia nel primo tot % dell'universo invitato classificato secondo il punto 1) (la percentuale in questione varia a seconda dell'indice fino a un massimo del 30%)
3. Dalle compagnie rimaste, selezionare quelle nell'universo dei titoli idonei che stanno entro 0.3 punti dall'ultima compagnia selezionata al punto 2), anche se questo significa il superamento del target (ossia della percentuale di cui sopra)
4. Selezionare dalle rimanenti compagnie dell'universo idoneo, sempre in ordine decrescente secondo il punteggio totale di sostenibilità, quelle che soddisfano i seguenti due criteri:
  - a. Componenti attuali dell'indice in questione (quindi le compagnie che già ne fanno parte)
  - b. Compagnie che siano nella tot % di tutte le compagnie invitate nel dato settore idoneo (la percentuale in questione, chiamata buffer, è variabile da indice a indice, esattamente come quella del target)

Da ricordare che gli indici sono pesati secondo la capitalizzazione aggiustata per il flottante dei titoli. Trimestralmente, poi, il peso di ogni titolo che compone l'indice viene fissato a un massimo del 10% (fatta eccezione per l'indice DJSI Korea Capped 25%).

Per terminare, va detto che nella grande famiglia degli indici DJSI ci sono anche indici che sono costruiti sull'esclusione a priori di alcuni settori controversi, come alcol, tabacco, scommesse, armamenti, ecc...che però in questa sede non vediamo.

## 2.6 Breve confronto tra metodologie di rating

Abbiamo appena visto come per i tre gruppi di indici vengono assegnati i *ratings* di sostenibilità e come vengono composti gli indici stessi. Possiamo quindi terminare questo capitolo con un breve dibattito sui punti di forza e debolezza delle metodologie appena viste, e lo facciamo anche seguendo un po' quelle che sono le indicazioni sulle buone pratiche da parte delle agenzie di rating ESG che si trovano nel documento di ricerca "*Rate the Raters*" pubblicato da Sustainability<sup>51</sup>. La ricerca in questione, che è stata svolta nell'arco di due anni (2010 e 2011) è suddivisa in quattro fasi, ed ha l'obiettivo di analizzare in profondità il mondo delle agenzie di *rating* ESG per scovarne le *good practices* e soprattutto aprire un dibattito su alcune problematiche di grande attualità che riguardano queste compagnie. Per fare ciò, è stato chiesto a delle agenzie di *rating* di compilare un questionario che proponeva domande su vari argomenti, come le fonti usate per raccogliere informazioni sulle compagnie valutate, il grado di *disclosure* riguardo le metodologie usate, ecc...Proprio su alcuni di questi fattori, andremo a giudicare l'operato delle tre agenzie di cui ai paragrafi precedenti. In particolare, si parlerà di tre argomenti: grado di *disclosure* sul metodo usato per assegnare i punteggi, fonti informative usate per raccogliere dati e presenza o meno di *ratings* disegnati sulla base dell'appartenenza a un certo settore piuttosto che a un altro. Per quanto riguarda il grado di *disclosure* sulla metodologia di assegnazione dei *ratings*, sicuramente MSCI ESG Research è quella che pecca di più, in quanto dal sito purtroppo è consultabile, previa iscrizione, soltanto l'*executive summary*, che non ci dice molto. Per quanto invece riguarda gli indici FTSE4Good, sempre previa iscrizione, è scaricabile dal sito l'intero documento per l'assegnazione dei *ratings*, che con esempi pratici si rivela essere piuttosto chiaro e comprensibile. Sicuramente però, il primo posto in questo senso va a RobecoSAM, che mette a disposizione sul sito, liberamente, tutto il processo di funzionamento del CSA, nonché alcuni esempi di CSA per alcuni settori specifici. Perché la *disclosure* in questo ambito è importante? Essa è importante per permettere alle agenzie di raggiungere una certa credibilità e soprattutto per far sì che gli utenti di tali *ratings* capiscano tutto il processo che vi si cela dietro: in questo modo, chi ne usufruisce avrà a disposizione un prodotto trasparente e chiaro e le compagnie che invece vengono valutate hanno la possibilità di capire le azioni da mettere in atto per ottenere dei migliori punteggi ed eventualmente far parte o meno degli indici.

---

<sup>51</sup> Sustainability, *Rate the Raters*, 2010-2011, in [www.sustainability.com](http://www.sustainability.com).

Naturalmente, non si richiede certo che le agenzie in questione svelino tutto il processo nei minimi dettagli, andando a perdere così anche possibili vantaggi concorrenziali, ma certo è buon pratica rendere note più informazioni possibili. Se andiamo a vedere invece l'assegnazione dei punteggi in base all'appartenenza a un certo settore piuttosto che a un altro, tutte e tre le agenzie si comportano bene, dal momento che i criteri ESG sulla base dei quali viene fatta la valutazione e soprattutto i pesi assegnati a questi variano in base al settore di appartenenza della compagnia valutata. Infatti abbiamo visto che ognuna di queste tre metodologie si basa su uno standard di suddivisione settoriale, il GICS per MSCI e RobecoSAM e l'ICB per la serie FTSE4Good. Per la serie FTSE4Good abbiamo inoltre visto l'utilizzo della matrice di esposizione al tema e per la serie DJSI abbiamo notato che per ogni settore è disponibile un questionario unico e diverso da qualunque altro appartenente ad altri settori. Possiamo adesso passare all'ultima questione, che è quella che tratta di quali fonti vengano usate per la raccolta dei dati necessari per l'assegnazione dei *ratings*. Le fonti sostanzialmente possono essere di due tipi: informazioni pubblicamente disponibili, fornite direttamente dalle aziende o da terze parti, e informazioni private che invece vengono fornite sotto richiesta dell'agenzia. Ogni fonte ha i suoi pregi e i suoi difetti. Utilizzare soltanto informazioni pubblicamente disponibili può far aumentare sensibilmente il grado di trasparenza dell'agenzia di *rating*, e quindi conseguentemente la sua credibilità, ma d'altro canto questa scelta presenta anche uno svantaggio: usando solo informazione libera, si rischia di non comprendere in maniera sufficientemente profonda il vero *core business* dell'azienda e tantomeno il contesto in cui si muove. Parallelamente, utilizzare solo informazioni fornite privatamente dall'azienda permetterà alle agenzie di avere un quadro della situazione molto più completo, ma esse dovranno sacrificare qualcosa in termini di credibilità e trasparenza. È chiaro quindi che la miglior soluzione può essere quella di utilizzare entrambe le fonti: in questo modo, si avrà un quadro sufficientemente chiaro della compagnia valutata ma non si dovrà concedere molto in quanto a perdita di attendibilità. Per quanto riguarda MSCI ESG Research, non è molto chiaro quali tipi di informazioni vengano usate, ma sembra che vengano utilizzate solo informazioni pubblicamente disponibili, e lo stesso può dirsi, in maniera certa però (dal momento che è la stessa agenzia a comunicarlo) per la serie FTSE4Good. RobecoSAM ha invece tutto un altro approccio, che è quello del questionario, che chiaramente necessita di informazioni molto dettagliate fornite direttamente dalle compagnie valutate. RobecoSAM non disdegna però l'uso di informazioni pubbliche, e lo possiamo

vedere con la MSA (*Media and Stakeholder Analysis*) inserita direttamente nel questionario. Di nuovo quindi è quella di RobecoSAM che si laurea la migliore delle metodologie viste. Va detto però che tutte e tre le agenzie utilizzano una sorta di funzione "allerta" per le compagnie valutate: la *Media and Stakeholder Analysis* per RobecoSAM, e delle funzioni di individuazione di eventuali controversie ESG per le altre due agenzie, già rodata e funzionante per MSCI ESG Research e in via di costruzione per FTSE Russell.





## CAPITOLO 3 –

### LA PERFORMANCE DEGLI INDICI AZIONARI SRI

#### 3.1 Presupposti metodologici dell'analisi

C'è da premettere che quasi tutti gli studi sulla performance degli investimenti socialmente responsabili sono incentrati sui fondi SRI piuttosto che sugli indici. In questa sede verranno invece utilizzati gli indici azionari in quanto molto più semplici da trattare e analizzare. Quando si parla di fondi di investimento, infatti, si deve tenere conto di molti fattori che possono influenzare quella che è la performance del fondo stesso, come ad esempio la bravura e la capacità del manager che gestisce gli investimenti, e anche il tipo di gestione che viene portata avanti, se passiva o attiva. Inoltre, non si possono non prendere in considerazione tutti i costi che ruotano intorno al fondo (commissioni di gestione, di entrata, di uscita, ecc...) che vanno ad impattare sul rendimento. Quando invece si parla di indici azionari, questi problemi vengono meno ed è perciò, come dicevamo, più semplice analizzare i dati e ottenere dei risultati chiari e non fuorvianti.

Visti i risultati ottenuti in altri studi nel capitolo precedente, passiamo adesso all'analisi effettuata in proprio in questa sede. Per iniziare, tutti i dati utilizzati sono stati presi dal database Thomson Reuters Datastream. Come si è proceduto? Intanto, sono state appunto scaricate le serie storiche degli indici in questione, scegliendo come data di partenza il 17/10/2006 e come quella di fine il 17/10/2016. Non per tutti gli indici tuttavia i valori erano disponibili fino a così indietro nel tempo: per alcuni, la data di partenza è stata infatti il 17/10/2007 e per altri (soltanto due) il 17/06/2011. Sono stati presi i valori a ogni 17 del mese, quindi sono state usate serie storiche con frequenza mensile e non giornaliera. Fatto questo, dalle serie storiche dei valori sono state estratte le serie storiche dei rendimenti, con l'applicazione di una semplice formula:

$$r_{i,t} = \frac{P_{t,i} - P_{t-1,i}}{P_{t-1,i}}$$

Avendo adesso per ogni coppia di indici (cioè quello SRI e il suo corrispondente *benchmark* tradizionale) le serie storiche dei rendimenti, si è proceduto a calcolarne la media, la deviazione standard e infine una prima misura di rendimento aggiustato per il rischio, ossia il noto indice di Sharpe, ossia il rapporto tra la differenza tra la media e il tasso privo di rischio e la deviazione standard:

$$S_i = \frac{\mu_i - r_{rf}}{\sigma_i}$$

Per quanto riguarda la scelta del tasso *risk-free*, si è deciso di porlo uguale a zero, dal momento che in questo periodo molti tassi considerati *risk-free* a breve termine sono addirittura negativi. Infatti, il tasso Euribor<sup>52</sup> a un mese è fermo a -0,37% ormai da luglio 2016, il Libor<sup>53</sup> a 1 mese è negativo anch'esso e pari a -0,38% e lo stesso tasso BCE<sup>54</sup> (o refi) è stato posto pari a 0,00% dalla BCE nel marzo del 2016. Dopo aver scelto il tasso senza rischio, si è proceduto a calcolare le serie storiche dei rendimenti al netto del tasso *risk-free*. Utilizzando da tale momento in poi queste nuove serie di rendimenti, si è applicato un modello di regressione lineare semplice a un solo fattore, dal momento che per ogni indice SRI si è scelto un solo *benchmark* tradizionale di riferimento. Tale modello ha l'obiettivo di capire se l'indice SRI abbia ottenuto, nel periodo preso in considerazione, una performance migliore del corrispettivo *benchmark* e se si sia rivelato più rischioso rispetto allo stesso. Per questo, vengono calcolati, con l'applicazione del metodo dei minimi quadrati, l'alfa e il beta del modello di regressione, rispettivamente misure di rendimento e rischio. La formula usata è la seguente:

$$r_{i,t}^{SRI} = \alpha_i + \beta_i * r_{i,t}^{BM} + \varepsilon_{i,t}$$

---

<sup>52</sup> Il tasso Euribor (Euro Interbank Offered Rate) è il tasso al quale i depositi interbancari denominati in euro vengono offerti da una banca primaria a un'altra, ossia è il tasso a cui le banche dell'eurosistema si scambiano il denaro.

<sup>53</sup> Il Libor (London Interbank Offered Rate) è il corrispondente dell'Euribor sul mercato londinese, ossia il tasso al quale le banche del mercato di Londra si prestano denaro fra loro

<sup>54</sup> Il tasso BCE è il tasso a cui la Banca Centrale Europea presta denaro alle banche.

dove:

$r_{i,t}^{SRI}$  = rendimento su base mensile dell'indice SRI al netto del tasso *risk-free*;

$r_{i,t}^{BM}$  = rendimento su base mensile dell'indice tradizionale scelto come *benchmark* al netto del tasso *risk-free*;

$\varepsilon_{i,t}$  = errore casuale;

Come nel modello CAPM, un alfa maggiore di zero indica una migliore performance dell'indice SRI rispetto al benchmark di riferimento, mentre un alfa negativo ne indica una peggiore. Un beta invece maggiore di uno indica una maggiore rischiosità dell'indice SRI rispetto al *benchmark* di riferimento, mentre un beta inferiore a uno indica una rischiosità minore. È stato poi calcolato anche il coefficiente di determinazione, o  $R^2$ , per saggiare la bontà del *fitting* e vedere quindi se il *benchmark* scelto per ogni indice fosse effettivamente un buon regressore, e potesse quindi spiegare bene l'andamento e la variabilità dell'indice SRI:

$$R^2 = \frac{SQR}{SQT} = 1 - \frac{SQE}{SQT}^{55}$$

dove:

$SQR = \sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \mu_y)^2$ , è la somma dei quadrati della regressione, ossia la somma dei quadrati delle differenze dei valori stimati  $\hat{y}$  dalla media;

$SQT = \sum_{i=1}^n (y_i - \mu_y)^2$ , è la somma totale dei quadrati, ossia la somma dei quadrati delle differenze dei valori osservati  $y$  dalla media;

$SQE = \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2$ , è la somma dei quadrati degli errori, ossia la somma dei quadrati delle differenze tra i valori osservati  $y$  e i valori stimati  $\hat{y}$ ;

---

<sup>55</sup> Borra, S., Di Ciaccio, A., *Statistica: metodologie per le scienze economiche e sociali*, seconda edizione, McGraw-Hill, 2008, pagg. 424-425.

Infine, ottenuti i risultati su alfa e beta per ogni coppia di indici, si è proceduto a effettuare dei test di significatività statistica. La statistica test dei due parametri si distribuisce, sotto l'ipotesi nulla, come una t di Student con n-2 gradi di libertà<sup>56</sup>:

$$t = \frac{\beta - b}{s(\beta)} \sim t_{n-2}$$

$$t = \frac{\alpha - a}{s(\alpha)} \sim t_{n-2}$$

dove:

b = valore fissato per l'ipotesi nulla su beta (in questo caso pari a 1);

a = valore per l'ipotesi nulla su alfa (in questo caso pari a 0);

$s(\beta) = \sqrt{\frac{\sigma^2}{\sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x)^2}}$ , è l'errore standard di beta, dove  $\sigma^2$  è la varianza dei residui;

$s(\alpha) = \sqrt{\sigma^2 \left[ \frac{1}{n} + \frac{\mu_x^2}{\sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x)^2} \right]}$ , è l'errore standard di alfa, dove  $\sigma^2$  è la varianza dei residui;

Per quanto riguarda l'alfa, abbiamo testato l'ipotesi nulla che alfa fosse uguale a zero (che equivarrebbe a dire che l'indice SRI ha avuto un rendimento pari a quello del *benchmark* di riferimento), mentre per il beta, abbiamo testato l'ipotesi nulla che esso fosse pari a uno (ossia uguale rischio di dell'indice SRI rispetto al corrispettivo *benchmark*). Il test di significatività per entrambi i parametri è stato fatto al 10%, al 5% e all'1%.

---

<sup>56</sup> Borra, S., Di Ciaccio, A., *Statistica: metodologie per le scienze economiche e sociali*, seconda edizione, McGraw-Hill, 2008, pagg. 442-443.

### 3.2 Il codice di calcolo in MATLAB

Descritta la metodologia con la quale si è proceduto per l'elaborazione dei dati raccolti, presentiamo in questa sezione il codice MATLAB per l'implementazione dei calcoli necessari. Di seguito è riportato il codice, dove troveremo in verde i commenti alle varie righe dello stesso. Da notare che la parte finale del codice sui test di significatività statistica non è uguale per tutte le coppie di indici, dal momento che, come abbiamo detto, non tutte le serie storiche partono dal 17/10/2006. Dal momento che la numerosità dei campioni ( e quindi i gradi di libertà) varia per questo motivo, anche i valori della tavola t di Student presi in considerazione sono necessariamente diversi. Questo è il codice per le serie che iniziano il 17/10/2006 (le rilevazioni sono 121, che corrispondono ai gradi di libertà):

```
function
[returnx,returny,mediax,mediay,dxx,dyy,sharpex,sharpey,beta,alfa
,rsquared,tbetaabs,talfaabs,betastatsignonepercent,betastatsignf
ivepercent,betastatsigntenpercent,alfastatsignonepercent,alfasta
tsignfivepercent,alfastatsigntenpercent]=provatesi(pricex,pricey
)

n=length(pricex); %lunghezza vettore dei prezzi
returnx=zeros(n,1); %inizializziamo i vettori dei rendimenti
returny=zeros(n,1);

%calcoliamo i vettori dei rendimenti

for i=2:n
    returnx(i)=(pricex(i)-pricex(i-1))/pricex(i-1);
    returny(i)=(pricey(i)-pricey(i-1))/pricey(i-1);
end
```

```

%calcoliamo media, deviazione standard e indice di Sharpe per i
due vettori
%di rendimenti

freeriskrate=0;
mediax=mean(returnx);
dsx=std(returnx);
sharpex=(mediax-freeriskrate)/dsx;
mediay=mean(returny);
dsy=std(returny);
sharpey=(mediay-freeriskrate)/dsy;

%calcoliamo i vettori dei rendimenti in eccesso rispetto al
tasso free-risk

returnxfr=zeros(n,1); %inizializziamo i vettori dei rendimenti
in eccesso rispetto al tasso free-risk
returnyfr=zeros(n,1);

for i=2:n
    returnxfr(i)=returnx(i)-freeriskrate;
    returnyfr(i)=returny(i)-freeriskrate;
end

% grafico dei rendimenti al netto del tasso free-risk
dell'indice SRI e
% del corrispettivo benchmark tradizionale

figure(1);
plot(2:n,returnyfr(2:n),'g-*',2:n,returnxfr(2:n),'r-*');
title('Rendimenti indice SRI e benchmark');
legend('indice SRI','benchmark');
xlabel('tempo');

```

```

ylabel('rendimenti');
grid on;
grid minor;

%calcoliamo la media dei vettori dei rendimenti al
%netto del tasso free-risk

mediaxfr=mean(returnxfr);
mediayfr=mean(returnyfr);

%calcoliamo i vettori degli scarti e del prodotto degli scarti
che ci
%serviranno per il calcolo del beta (e conseguentemente di alfa)

col1=zeros(n,1); %inizializziamo i vettori degli scarti dalla
media di x e y
col2=zeros(n,1);
col3=zeros(n,1); %inizializziamo il vettore del prodotto tra gli
scarti

for i=2:n
    col1(i)=returnxfr(i)-mediaxfr;
    col2(i)=returnyfr(i)-mediayfr;
    col3(i)=col1(i)*col2(i);
end

somaprodotti3=0; %inizializziamo la somma dei prodotti tra gli
scarti
for i=2:n
    sommaprodotti3=somaprodotti3+col3(i); %calcoliamo la somma
dei prodotti tra gli scarti
end

col1quadro=zeros(n,1);
for i=2:n

```

```

        collquadro(i)=coll(i)*coll(i);
end

somaprodottil=0;
for i=2:n
    somaprodottil=somaprodottil+collquadro(i);
end

%calcoliamo i coefficienti del modello di regressione lineare

%calcoliamo la varianza della x
%calcoliamo la covarianza tra x e y

beta=somaprodotti3/somaprodottil; %calcoliamo il coefficiente
angolare della regressione
alfa=mediayfr-(beta*mediaxfr); %calcoliamo l'intercetta della
regressione

%calcoliamo la bontà del fitting e i vari errori standard

%calcoliamo coefficiente di determinazione

ystimatifr=zeros(n,1); %inizializziamo il vettore degli y
stimati al netto del tasso free-risk
for i=2:n
    ystimatifr(i)=alfa+(beta*returnxfr(i)); %calcoliamo il
vettore degli y stimati al netto del tasso free-risk
end

diffystimatimediaquadrato=zeros(n,1);
for i=2:n
    diffystimatimediaquadrato(i)=(ystimatifr(i)-
mediayfr)*(ystimatifr(i)-mediayfr);
end

```



```

sqr=0;
for i=2:n
    sqr=sqr+diffystimatimediaquadrato(i);
end

col2quadrato=zeros(n,1);
for i=2:n
    col2quadrato(i)=col2(i)*col2(i);
end

sqt=0;
for i=2:n
    sqt=sqt+col2quadrato(i);
end

rsquared=sqr/sqt;

residualssquared=zeros(n,1); %inizializziamo il vettore dei
residui al quadrato
for i=2:n
    residualssquared(i)=(returnyfr(i)-
    ystimatifr(i))*(returnyfr(i)-ystimatifr(i)); %calcoliamo il
    vettore dei residui al quadrato
end

ressquaredsum=0; %inizializziamo la somma dei residui al
quadrato
for i=2:n
    resquaredsum=ressquaredsum+residualssquared(i); %calcoliamo
    la somma dei residui al quadrato
end

```

```

variance=ressquaredsum/(n-2); %calcoliamo la varianza della
regressione

standarderror=sqrt(variance); %calcoliamo l'errore standard
della regressione

%calcoliamo il vettore degli scarti di x dalla media (al netto
del tasso
%risk-free)

scartimediaxfrsquared=zeros(n,1);
for i=2:n
    scartimediaxfrsquared(i)=coll(i)*coll(i);
end

sommascartimediaxfrsquared=0;
for i=2:n

sommascartimediaxfrsquared=sommascartimediaxfrsquared+scartimedi
axfrsquared(i);
end

%calcoliamo varianza e errore standard di beta e alfa

variancebeta=variance/sommascartimediaxfrsquared;

standarderrorbeta=sqrt(variancebeta);

firstterm=1/n;
secondterm=(mediaxfr*mediaxfr)/sommascartimediaxfrsquared;

sommaterm=firstterm+secondterm;

variancealfa=variance*sommaterm;

standarderroralfa=sqrt(variancealfa);

```

```

%iniziamo adesso la parte della verifica di ipotesi per saggiare
la
%significatività dei risultati ottenuti fino ad ora

%test di ipotesi per vedere se l'inclinazione è, in maniera
statisticamente
%significativa, diversa da 1: l'ipotesi nulla è che beta sia
uguale a uno
%contro l'ipotesi alternativa per cui beta è diverso da uno

tbeta=(beta-1)/standarderrorbeta;
tbetaabs=abs(tbeta);

if tbetaabs>2,576
    betastatsignonepercent=1;
else
    betastatsignonepercent=0;
end

if tbetaabs>1,9600
    betastatsignfivepercent=1;
else
    betastatsignfivepercent=0;
end

if tbetaabs>1,645
    betastatsigntenpercent=1;
else
    betastatsigntenpercent=0;
end

%test di ipotesi per vedere se l'intercetta è, in maniera
statisticamente

```

```
%significativa, diversa da zero: l'ipotesi nulla è che alfa sia uguale a zero, contro l'ipotesi alternativa per cui alfa è diverso da zero
```

```
talfa=alfa/standarderroralfa;  
talfaabs=abs(talfa);
```

```
if talfaabs>2,576  
    alfastatsignonepercent=1;  
else  
    alfastatsignonepercent=0;  
end
```

```
if talfaabs>1,9600  
    alfastatsignfivepercent=1;  
else  
    alfastatsignfivepercent=0;  
end
```

```
if talfaabs>1,645  
    alfastatsigntenpercent=1;  
else  
    alfastatsigntenpercent=0;  
end
```

Questo era il codice per le serie storiche disponibili sin dal 17/10/2006. Abbiamo poi delle serie storiche disponibili dal 17/10/2007 (il numero delle rilevazioni e quindi dei gradi di libertà è di 109), per le quali cambia l'ultima parte del codice (ossia i valori critici per i test di significatività):

```
%iniziamo adesso la parte della verifica di ipotesi per saggiare
la
%significatività dei risultati ottenuti fino ad ora
```

```
%test di ipotesi per vedere se l'inclinazione è, in maniera
statisticamente
%significativa, diversa da 1: l'ipotesi nulla è che beta sia
uguale a uno
%contro l'ipotesi alternativa per cui beta è diverso da uno
```

```
tbeta=(beta-1)/standarderrorbeta;
tbetaabs=abs(tbeta);
```

```
if tbetaabs>2,622
    betastatsignonepercent=1;
else
    betastatsignonepercent=0;
end
```

```
if tbetaabs>1,982
    betastatsignfivepercent=1;
else
    betastatsignfivepercent=0;
end
```

```
if tbetaabs>1,659
    betastatsigntenpercent=1;
else
    betastatsigntenpercent=0;
end
```

```
%test di ipotesi per vedere se l'intercetta è, in maniera
statisticamente
```

```
%significativa, diversa da zero: l'ipotes nulla è che alfa sia uguale a zero, contro l'ipotesi alternativa per cui alfa è diverso da zero
```

```
talfa=alfa/standarderroralfa;  
talfaabs=abs(talfa);
```

```
if talfaabs>2,622  
    alfastatsignonepercent=1;  
else  
    alfastatsignonepercent=0;  
end
```

```
if talfaabs>1,982  
    alfastatsignfivepercent=1;  
else  
    alfastatsignfivepercent=0;  
end
```

```
if talfaabs>1,659  
    alfastatsigntenpercent=1;  
else  
    alfastatsigntenpercent=0;  
end
```

Infine, per soli due indici, la serie storica ha inizio il 17/06/11 (le rilevazioni, quindi i gradi di libertà, sono 65), perciò il codice corrispondente per quanto riguarda sempre l'ultima parte è il seguente:

```

    %iniziamo adesso la parte della verifica di ipotesi per
    saggiare la
    %significatività dei risultati ottenuti fino ad ora

    %test di ipotesi per vedere se l'inclinazione è, in maniera
    statisticamente
    %significativa, diversa da 1: l'ipotesi nulla è che beta sia
    uguale a uno
    %contro l'ipotesi alternativa per cui beta è diverso da uno

    tbeta=(beta-1)/standarderrorbeta;
    tbetaabs=abs(tbeta);

    if tbetaabs>2,654
        betastatsignonepercent=1;
    else
        betastatsignonepercent=0;
    end

    if tbetaabs>1,997
        betastatsignfivepercent=1;
    else
        betastatsignfivepercent=0;
    end

    if tbetaabs>1,669
        betastatsigntenpercent=1;
    else
        betastatsigntenpercent=0;
    end

    %test di ipotesi per vedere se l'intercetta è, in maniera
    statisticamente

```

```
%significativa, diversa da zero: l'ipotes nulla è che alfa sia  
uguale a  
%zero, contro l'ipotesi alternativa per cui alfa è diverso da  
zero
```

```
talfa=alfa/standarderroralfa;  
talfaabs=abs(talfa);
```

```
if talfaabs>2,654  
    alfastatsignonepercent=1;  
else  
    alfastatsignonepercent=0;  
end
```

```
if talfaabs>1,997  
    alfastatsignfivepercent=1;  
else  
    alfastatsignfivepercent=0;  
end
```

```
if talfaabs>1,669  
    alfastatsigntenpercent=1;  
else  
    alfastatsigntenpercent=0;  
end
```



### 3.3 Analisi dei risultati conseguiti

Prima di passare ad analizzare i risultati conseguiti, è necessario chiarire come è stato scelto il *benchmark*, ossia l'indice azionario tradizionale, per ogni indice azionario SRI. Per quanto riguarda gli indici della serie MSCI, il *benchmark* era già chiaramente indicato nei *factsheets* corrispondenti disponibili sul sito, e lo stesso può dirsi per gli indici della serie FTSE4Good. Per quello che riguarda invece gli indici della serie Dow Jones Sustainability Indices, dal momento che abbiamo scelto di inserire nella nostra analisi solo indici di tipo *broad market*, si è proceduto a scegliere il corrispettivo *benchmark* tra gli indici BMI (*Broad Market Index*) editi da S&P. Nella tabella qui sotto possiamo vedere il benchmark scelto per ognuno degli indici SRI.

**Tabella 11: benchmarks associati agli indici SRI analizzati**

Indice SRI	Benchmark
MSCI EUROPE SRI	MSCI EUROPE
<b>MSCI WORLD SRI</b>	<b>MSCI WORLD</b>
MSCI ACWI SRI	MSCI AC WORLD
<b>MSCI EM SRI</b>	<b>MSCI EM</b>
MSCI CANADA SRI	MSCI CANADA
<b>MSCI USA SRI</b>	<b>MSCI USA</b>
MSCI JAPAN SRI	MSCI JAPAN
<b>MSCI EMU SRI</b>	<b>MSCI EMU</b>
MSCI PACIFIC SRI	MSCI PACIFIC
<b>MSCI UK SRI</b>	<b>MSCI UK</b>
MSCI KLD 400 SOCIAL	MSCI USA :I
FTSE4GOOD GLOBAL 100	FTSE DEVELOPED
<b>FTSE4GOOD UK 50</b>	<b>FTSE ALL SHARE</b>
FTSE4GOOD US 100	FTSE UNITED STATES
<b>FTSE4GOOD JAPAN</b>	<b>FTSE JAPAN</b>
<b>DJSI WORLD AUSTRALIA SUBSET</b>	<b>S&amp;P AUSTRALIA BMI</b>
DJSI EUROPE	S&P EUROPE BMI
<b>DJSI EUROZONE</b>	<b>S&amp;P EUROZONE BMI</b>
DJSI WORLD USA SUBSET	S&P UNITED STATES BMI
<b>DJSI WORLD</b>	<b>S&amp;P GLOBAL BMI</b>

Fonte: elaborazione propria

Il codice MATLAB di cui al paragrafo precedente ha dato determinati risultati che sono stati riuniti in una tabella. Nella prima colonna troviamo il nome dell'indice azionario SRI, nelle colonne successive troveremo invece la media, la deviazione standard e l'indice di Sharpe per l'indice SRI e per il corrispondente *benchmark* tradizionale. Infine, nelle ultime tre colonne, avremo l'alfa di Jensen, il beta e infine il coefficiente di determinazione  $R^2$ . Accanto ai valori di alfa e beta dei singoli indici, possono esservi degli asterischi, che indicano la significatività statistica. Se non sono presenti asterischi, ciò vuol dire che i coefficienti non sono statisticamente significativi, e che quindi l'ipotesi nulla di partenza (alfa uguale a zero o beta uguale a uno) non può essere rifiutata. Vediamo quindi la tabella dei risultati:

**Tabella 12: risultati dell'analisi con MATLAB**

DATA DI INIZIO	INDICE SRI	$\mu$ SRI	$\mu$ BM	$\sigma$ SRI	$\sigma$ BM	S SRI	S BM	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>
17/10/2007	MSCI EUROPE SRI	(0,0001394)	(0,0020929)	0,0587714	0,0594891	(0,0023714)	(0,0351814)	0,0019104 ***	0,9794004 ***	0,9827866
17/10/2007	MSCI WORLD SRI	0,0017683	0,0013936	0,0470833	0,0485847	0,0375565	0,0286848	0,0004292	0,9608362 ***	0,9830269
17/06/2011	MSCI ACWI SRI	0,0040618	0,0040225	0,0341691	0,0356300	0,1188729	0,1128966	0,0002294	0,9527318 ***	0,9869954
17/06/2011	MSCI EM SRI	0,0005014	(0,0019838)	0,0451822	0,0500626	0,0110980	(0,0396257)	0,0022388 **	0,8758104 ***	0,9416758
17/10/2007	MSCI CANADA SRI	0,0036973	0,0012309	0,0433308	0,0438843	0,0853270	0,0280493	0,0025563 **	0,9269212 ***	0,8813253
17/10/2007	MSCI USA SRI	0,0039168	0,0040986	0,0436772	0,0458879	0,0896769	0,0893169	0,0001202	0,9263361 ***	0,9471633
17/10/2007	MSCI JAPAN SRI	0,0010108	0,0001559	0,0684191	0,0667244	0,0147737	0,0023361	0,0008526	1,0146507 ***	0,9791484
17/10/2007	MSCI EMU SRI	(0,0011046)	(0,0025878)	0,0679251	0,0681879	(0,0162616)	(0,0379512)	0,0014478 **	0,9863105 **	0,9803419
17/10/2007	MSCI PACIFIC SRI	0,0003191	(0,0001961)	0,0509540	0,0508048	0,0062628	(0,0038589)	0,00051208	0,9842864	0,9631540
17/10/2007	MSCI UK SRI	(0,0005774)	(0,0030311)	0,0578447	0,0557305	(0,0099827)	(0,0543894)	0,0024445 **	0,9969641	0,9225848
17/10/2006	MSCI KLD 400 SOCIAL	0,0048211	0,0050855	0,0441051	0,0463569	0,1093084	0,1097033	0,0000293	0,9422318 ***	0,9807697
17/10/2006	FTSE4GOOD GLOBAL 100	0,0010267	0,0028330	0,0490362	0,0483751	0,0209392	0,0585821	(0,0017897) ***	0,9938466	0,9612540
17/10/2006	FTSE4GOOD UK 50	0,0018868	0,0027098	0,0463240	0,0459573	0,0407304	0,0589644	(0,0008198) **	0,9988155	0,9818861
17/10/2006	FTSE4GOOD US 100	0,0047379	0,0048338	0,0456468	0,0447172	0,1037953	0,1080979	(0,0000878)	0,9983250	0,9564650
17/10/2006	FTSE4GOOD JAPAN	0,0002022	0,0003762	0,0684568	0,0658321	0,0029538	0,0057139	(0,0001871)	1,0349044 ***	0,9904710
17/10/2006	DIJI WORLD AUSTRALIA SUBSET	0,0010551	0,0012385	0,0473538	0,0471975	0,0222816	0,0262415	(0,0001772)	0,9949474	0,9833946
17/10/2006	DIJI EUROPE	0,0005829	0,0014428	0,0515922	0,0507556	0,0112980	0,0284270	(0,0008730) **	1,0090224	0,9853724
17/10/2006	DIJI EUROZONE	(0,0002034)	0,0008784	0,0576194	0,0562864	(0,0035292)	0,0156059	(0,0010938) **	1,0137413 **	0,9806699
17/10/2006	DIJI WORLD USA SUBSET	0,0039762	0,0050957	0,0462876	0,0464856	0,0859015	0,1096196	(0,0009276)	0,9625353 **	0,9339949
17/10/2006	DIJI WORLD	0,0013163	0,0031609	0,0524140	0,0463037	0,0251143	0,0682650	(0,0020521) **	1,0656607 **	0,8862585

Fonte: elaborazione propria su dati Thomson Reuters Datastream

Dove:

$\mu$  SRI = media dei rendimenti su base mensile dell'indice SRI;

$\mu$  BM = media dei rendimenti su base mensile dell'indice *benchmark*;

$\sigma$  SRI = deviazione standard dei rendimenti su base mensile dell'indice SRI;

$\sigma$  BM = deviazione standard dei rendimenti su base mensile dell'indice *benchmark*;

S SRI = indice di Sharpe dell'indice SRI;

S BM = indice di Sharpe dell'indice *benchmark*;

$\alpha$  = alfa dell'indice SRI;

$\beta$  = beta dell'indice SRI;

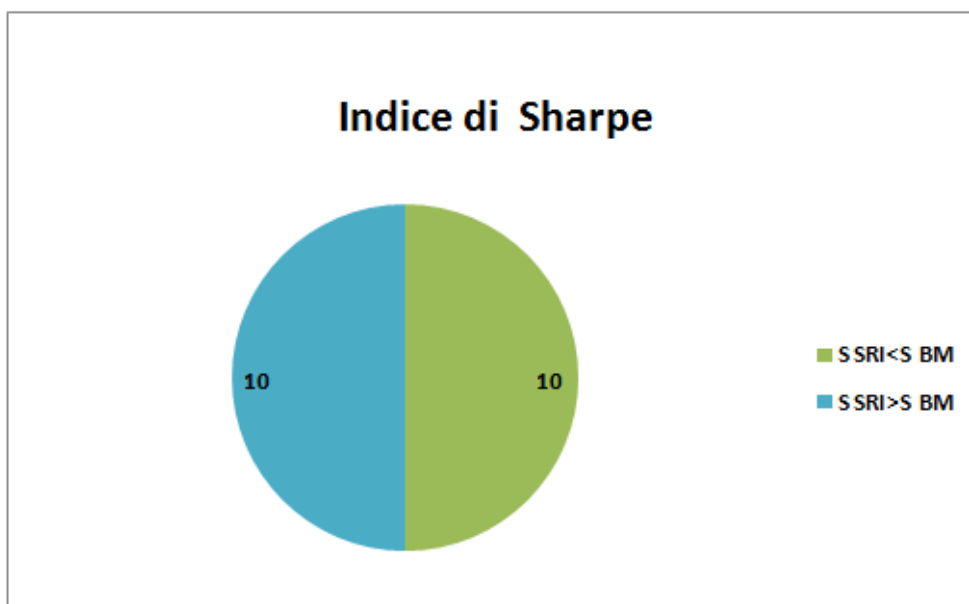
$R^2$  = coefficiente di determinazione tra indice SRI e suo *benchmark*;

() = le parentesi tonde indicano che il numero è negativo;

Osservando la tabella di cui sopra, possiamo fare delle osservazioni. In primis, per quanto riguarda la media dei rendimenti su base mensile, l'indice SRI ha fatto meglio del corrispondente *benchmark* in soli 9 casi su 20, e in particolare questi nove indici appartengono tutti alla serie di indici sostenibili della MSCI. Per gli indici della serie FTSE4Good e della serie DJSI, che sono in totale 9, e per gli altri due indici della serie MSCI (MSCI USA SRI e MSCI KLD 400 SOCIAL) abbiamo invece riscontrato una media minore di quella del corrispondente *benchmark*. Passiamo a vedere i risultati per quanto riguarda la deviazione standard, classico indice di variabilità dei risultati: su 20 indici, solo 9, come per la media, hanno fatto meglio del *benchmark*, ossia hanno avuto una deviazione standard minore rispetto al benchmark. E di nuovo, otto di questi nove appartengono alla serie MSCI, mentre uno solo (DJSI WORLD USA SUBSET) appartiene alla serie DJSI. Cosa succede quando invece si analizzano i risultati dal punto di vista della prima misura di rendimento aggiustata per il rischio, ossia l'indice di Sharpe? Ancora, la serie MSCI si dimostra la migliore, in quanto su 11 indici, 10 hanno un indice di Sharpe maggiore del *benchmark*. Fa eccezione solo il MSCI KLD 400 SOCIAL, che invece presenta un indice di Sharpe peggiore del *benchmark*, come anche

tutti gli indici delle serie DJSI e FTSE4Good. In totale, il 50% degli indici SRI ha avuto un indice di Sharpe migliore del corrispondente *benchmark* tradizionale.

**Grafico 13: indice di Sharpe e sue percentuali**



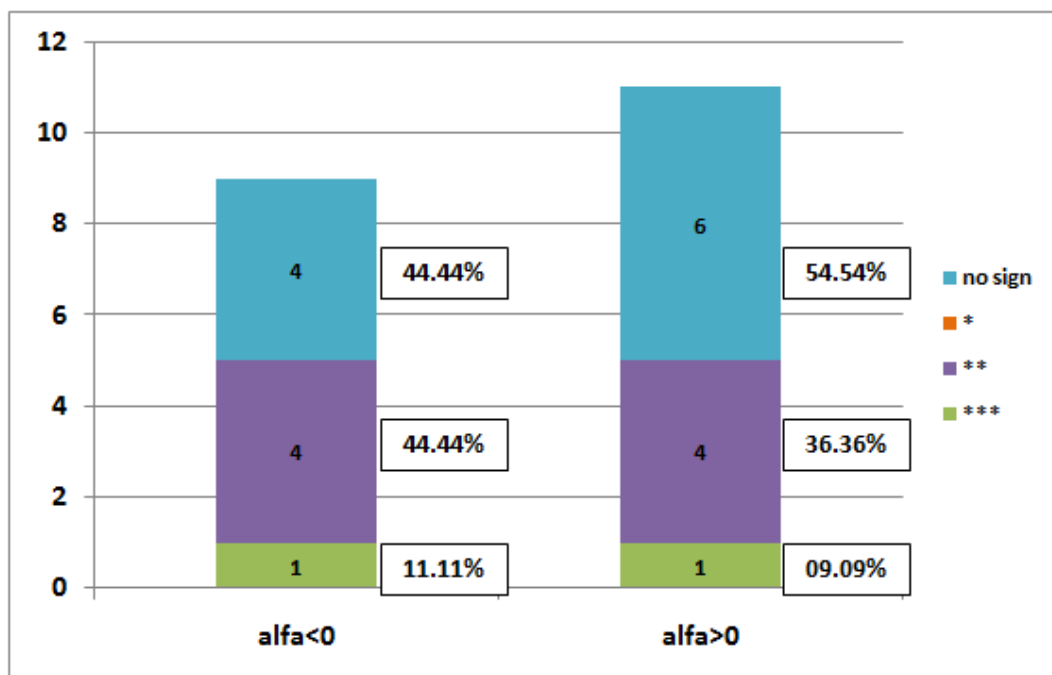
Fonte: elaborazione propria su dati Thomson Reuters Datastream

Queste appena analizzate erano le caratteristiche immediatamente percepibili per ogni indice. Dobbiamo però ora vedere, a seguito dell'applicazione di un semplice modello di regressione lineare, che cosa ci dicono i coefficienti alfa e beta trovati.

Per quanto riguarda l'alfa, che se positivo sta ad indicare una performance migliore rispetto al *benchmark* e se negativo peggiore rispetto allo stesso, possiamo notare che di nuovo si ha una netta separazione per la serie MSCI contro le due serie DJSI e FTSE4Good. Infatti, tutti gli 11 indici MSCI SRI hanno ottenuto un alfa leggermente positivo. In cinque di questi 11 casi, l'alfa è diverso da zero in maniera statisticamente significativa, al 5% in quattro casi e addirittura all'1% in un caso. Per le altre due serie di indici, l'alfa è invece sempre leggermente negativo e diverso da zero in maniera statisticamente significativa in cinque casi: anche qui, quattro al 5% e uno all'1%. In totale, si hanno nove casi di alfa negativo e undici casi di alfa positivo. Nei nove casi di

alfa negativo, più del 50% ha significatività statistica, mentre negli undici casi di alfa positivo all'incirca il 45% dei casi ha significatività statistica.

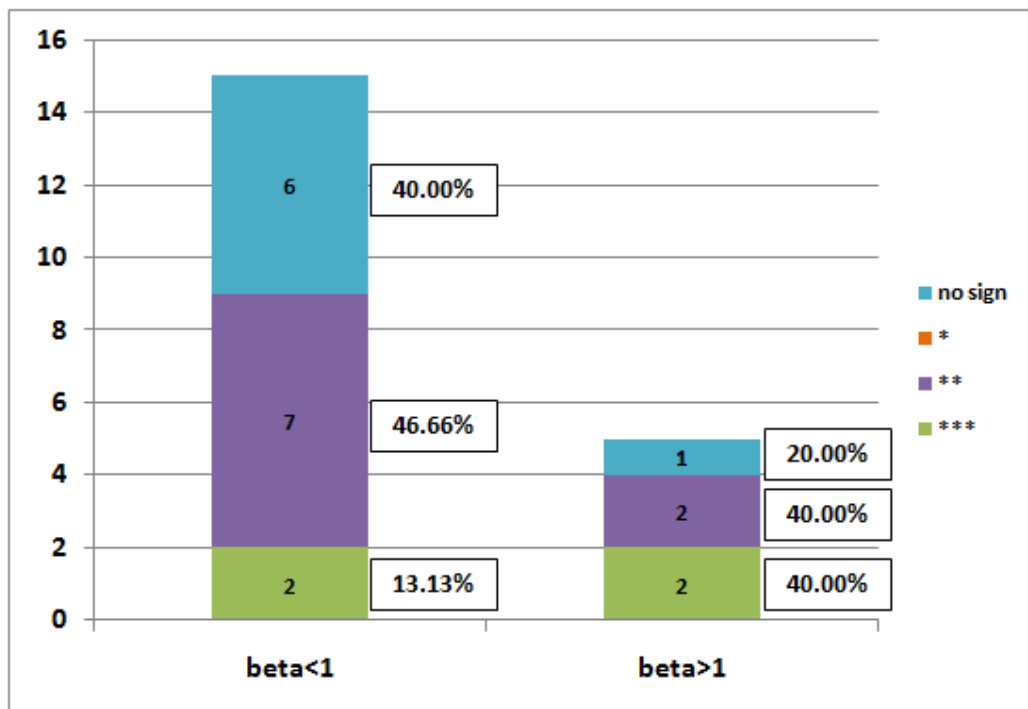
**Grafico 14: coefficiente alfa e sue percentuali**



Fonte: elaborazione propria su dati Thomson Reuters Datastream

Che cosa si può dire invece della rischiosità degli indici SRI rispetto al *benchmark*? Solo in cinque casi su venti, si è registrato un beta maggiore di uno (il che sta ad indicare che l'indice SRI è più rischioso del benchmark), mentre nei rimanenti 15 casi il beta è inferiore a uno. Ma in quanti casi è statisticamente significativo? Per quanto riguarda i beta minori di uno, 15 in tutto, quelli diversi da uno in maniera statisticamente significativa sono 8 e tutti relativi ad indici della serie MSCI SRI: in particolare, 7 statisticamente significativi all'1% e uno al 5%. Per quanto riguarda invece i beta maggiori di uno, che sono 5, 4 sono diversi da uno in maniera statisticamente significativa, e tre appartengono o alla serie DJSI o a quella FTSE4Good: in particolare, due al 5% e due all'1%. In totale abbiamo quindici casi di beta minore di uno e cinque casi di beta maggiore di uno. Dei quindici casi con beta minore di uno, il 60% ha significatività statistica, mentre dei cinque casi con beta maggiore di uno l'80% ha significatività statistica.

**Grafico 15: coefficiente beta e sue percentuali**



Fonte: elaborazione propria su dati Thomson Reuters Datastream

Riassumendo i risultati trovati fino ad ora, possiamo riuscire a dire quanti indici SRI hanno performato in maniera migliore del tradizionale, quanti hanno performato in maniera peggiore e quanti invece hanno avuto la stessa performance del *benchmark*. Per contare gli indici che rientrano in queste tre categorie, seguiremo queste semplici regole:

- L'indice SRI ha performato meglio del *benchmark* corrispondente se ha: alfa positivo e statisticamente significativo e beta minore di uno e statisticamente significativo; alfa positivo e non statisticamente significativo e beta minore di uno statisticamente significativo; alfa positivo e statisticamente significativo e beta maggiore di uno e non statisticamente significativo;
- L'indice SRI ha performato peggio del *benchmark* corrispondente se ha: alfa negativo e statisticamente significativo e beta maggiore di uno e statisticamente significativo; alfa negativo e statisticamente significativo e beta maggiore di uno non statisticamente significativo; alfa positivo e non statisticamente significativo e beta maggiore di uno statisticamente significativo;

- L'indice SRI ha avuto la stessa performance del *benchmark* corrispondete se ha: alfa positivo e statisticamente significativo e beta maggiore di uno statisticamente significativo; alfa negativo e statisticamente significativo e beta minore di uno statisticamente significativo; alfa positivo o negativo ma non statisticamente significativo e beta positivo o negativo ma non statisticamente significativo;

**Grafico 16: percentuali di performance degli indici SRI**

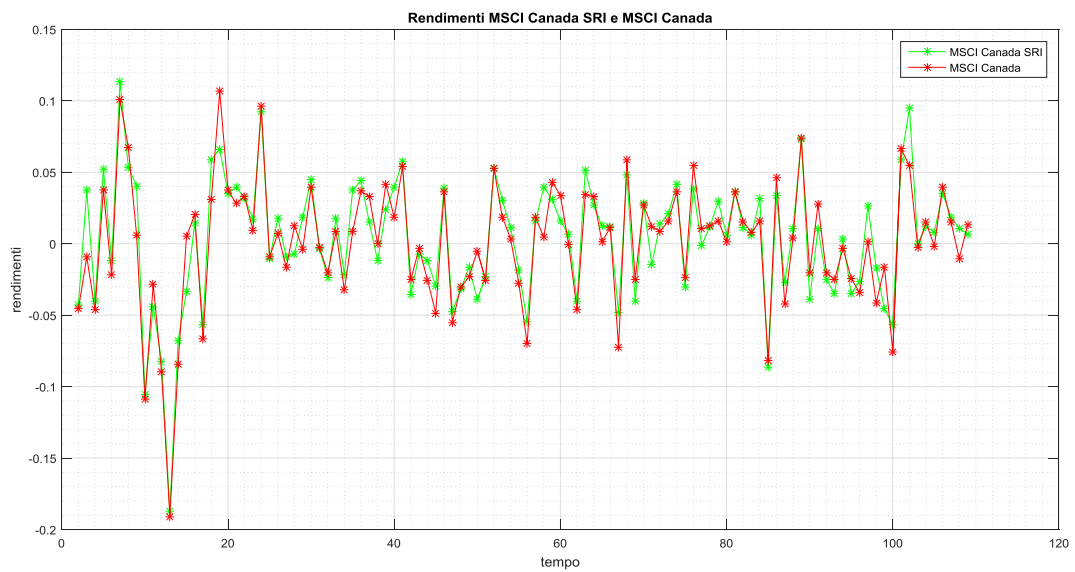


Fonte: elaborazione propria su dati Thomson Reuters Datastream

Due parole infine sul coefficiente di determinazione o  $R^2$ : esso è una misura che indica il grado di correlazione tra la variabilità dei dati e il modello statistico usato, e quindi ci dà informazioni sulla bontà della scelta del *benchmark* per ogni indice SRI. Esso può variare da 0 a 1, lo zero indicando assenza di correlazione e l'uno indicando invece una perfetta relazione tra il fenomeno e il modello statistico usato. In questa analisi, l' $R^2$  ha valori molto elevati, registrando un minimo pari a 0,8813253 per l'indice MSCI CANADA SRI e un massimo pari a 0,9904710 relativo all'indice FTSE4Good JAPAN. Qui sotto possiamo infatti vedere i grafici degli indici appena menzionati, per renderci visivamente conto del grado di correlazione trovato:

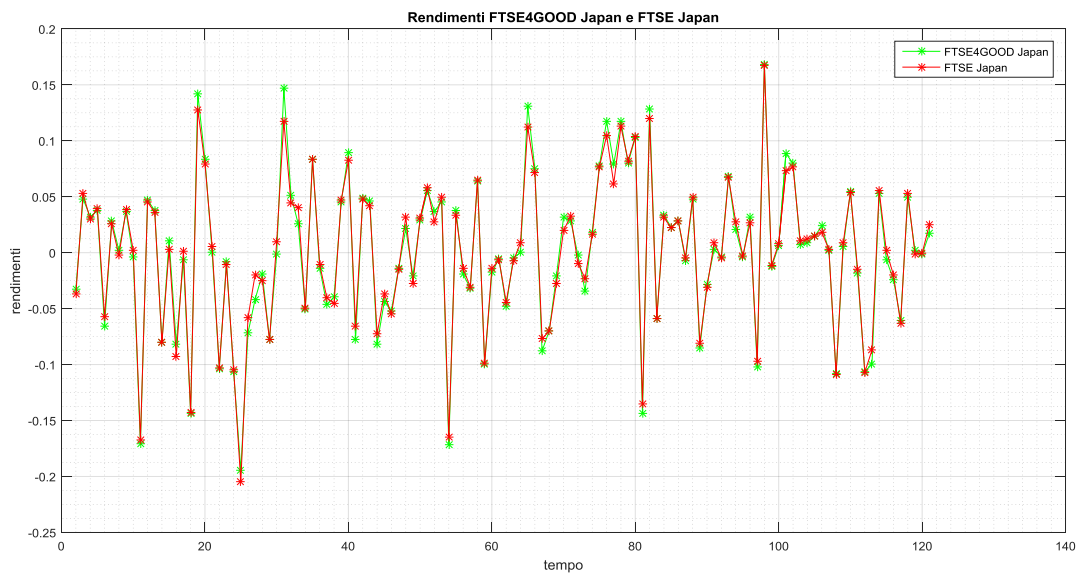


**Grafico 17: coefficiente di determinazione per MSCI Canada e MSCI Canada SRI**



Fonte: elaborazione propria su dati Thomson Reuters Datastream

**Grafico 18: coefficiente di determinazione per FTSE4Good Japan e FTSE Japan**



Fonte: elaborazione propria su dati Thomson Reuters Datastream



## CONCLUSIONI

Nel corso di questo lavoro abbiamo approfondito, quale sfaccettatura del fenomeno dello SRI, la realtà degli indici sostenibili e responsabili. Abbiamo visto, nel secondo capitolo, il mondo delle agenzie di *rating* ESG e come questi siano in stretta connessione con la costruzione degli indici stessi. Abbiamo sottolineato le varie problematiche che si possono presentare a tali agenzie durante lo svolgimento della loro attività: in particolare, la presenza di uno standard di qualità a cui ancora poche agenzie fanno riferimento, e i problemi legati alle metodologie di *rating* utilizzate, in primis quella della mancanza di trasparenza verso i clienti stessi o gli investitori. Si può quindi sperare, per il futuro, che tali questioni vengano risolte: ci si augura quindi che sempre più agenzie vengano certificate sotto il marchio dello standard di qualità, in maniera da avere un modello di riferimento valido a livello globale, e che sempre più agenzie applichino una *disclosure* maggiore su quelle che sono le metodologie usate, in modo da conquistare più fiducia e credibilità agli occhi di chi utilizza o riceve questi particolari *ratings*. Per quanto invece riguarda la performance dello SRI, che abbiamo affrontato nel terzo capitolo sempre attraverso il fenomeno degli indici azionari, possiamo dire, come ormai la quasi totalità degli studi sui risultati finanziari degli investimenti sostenibili e responsabili fa, che non ci sono sostanziali differenze tra investimenti tradizionali e investimenti fatti tenendo conto anche di fattori extra-finanziari. Ciò può quindi tranquillizzare chi avverte la necessità di riflettere anche attraverso il mondo degli investimenti finanziari le proprie idee e i propri principi sulla responsabilità di ognuno nei confronti dell'ambiente e degli altri esseri viventi: chi sceglierà infatti di effettuare un investimento seguendo fattori di tipo ESG non dovrà sopportare una perdita di guadagno, potendosi aspettare risultati del tutto in linea con quelli di un investimento tradizionale. Cosa si può auspicare per il futuro? Ci si può augurare che l'investimento sostenibile e responsabile diventi la normalità, che vada addirittura a soppiantare gli investimenti di tipo tradizionale, e che il mondo della finanza si renda conto sempre più che esso non è estraneo a questioni di tipo ambientale e sociale, ma che anzi la finanza è proprio uno dei mezzi principe per cambiare le stato delle cose. Lo SRI non è solo una moda, è il futuro.



## INDICE DEI GRAFICI

Grafico 1: panoramica delle strategie SRI in Europa	17
Grafico 2: panoramica della strategia di esclusione per Paese	18
Grafico 3: criteri principale di esclusione in Europa	19
Grafico 4: panoramica della strategia di screening basato su norme per Paese	20
Grafico 5: panoramica della strategia di engagement e azionariato attivo per Paese	21
Grafico 6: panoramica della strategia di best in class per Paese	22
Grafico 7: panoramica della strategia di investimento sostenibile tematico per Paese	23
Grafico 8: temi principali utilizzati nella strategia dell'investimento sostenibile tematico in Europa	23
Grafico 9: panoramica della strategia di impact investing per Paese	24
Grafico 10: percentuale di SRI per masse gestite per regione	26
Grafico 11: panoramica dello SRI per strategia e per regione	26
Grafico 12: crescita delle strategie dal 2012 al 2014 a livello globale	27
Grafico 13: indice di Sharpe e sue percentuali	107
Grafico 14: coefficiente alfa e sue percentuali	108
Grafico 15: coefficiente beta e sue percentuali	109
Grafico 16: percentuali di performance degli indici SRI	110
Grafico 17: coefficiente di determinazione per MSCI Canada e MSCI Canada SRI	111
Grafico 18: coefficiente di determinazione per FTSE4Good Japan e FTSE Japan	111



## INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: schema di calcolo del punteggio per ogni tema per gli indici della serie FTSE4Good	64
Figura 2: schema di calcolo dell'esposizione per i pilastri E, S e G per gli indici della serie FTSE4Good	66
Figura 3: schema di calcolo del punteggio dei tre pilastri E, S e G per gli indici della serie FTSE4Good	67
Figura 4: schema di calcolo del rating ESG finale per gli indici della serie FTSE4Good	68
Figura 5: matrice di rilevanza finanziaria per gli indici della serie DJSI	75
Figura 6: diagramma di gerarchia del questionario CSA per gli indici della serie DJSI	76
Figura 7: schema di calcolo del punteggio delle domande del CSA per gli indici della serie DJSI	79
Figura 8: schema di calcolo del punteggio dei casi MSA nel CSA per gli indici della serie DJSI	80





## INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: strategie di investimento SRI	16
Tabella 2: percentuale di SRI sul totale delle masse gestite per regione	25
Tabella 3: crescita delle strategie (%) dal 2012 al 2014 a livello globale	27
Tabella 4: panoramica dei risultati degli studi accademici della review congiunta UNEP FI e Mercer (2007)	30
Tabella 5: panoramica dei risultati degli studi di brokers della review congiunta UNEP FI e Mercer (2007)	31
Tabella 6: panoramica dei risultati degli studi della review Mercer (2009)	32
Tabella 7: panoramica dei risultati degli studi della review Deutsche Bank Group (2012)	33
Tabella 8: panoramica dei risultati degli studi della review Clark-Feiner-Viehs (2015)	35
Tabella 9: matrice di esposizione al tema per gli indici della serie FTSE4Good	64
Tabella 10: esempio di domanda del questionario CSA per gli indici della serie DJSI	78
Tabella 11: benchmarks associati agli indici SRI analizzati	103
Tabella 12: risultati dell'analisi con MATLAB	105



## BIBLIOGRAFIA

Borra, S., Di Ciaccio, A., *Statistica: metodologie per le scienze economiche e sociali*, seconda edizione, McGraw-Hill, 2008

Clark, G. L., Feiner, A., Viehs, M., *From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance*, 2015, in [www.arabesque.com](http://www.arabesque.com)

Dal maso, D., Fiorentini G. (a cura di), *Creare valore a lungo termine: conoscere, gestire e promuovere l'investimento sostenibile e responsabile*, Milano, Egea, 2013

Deutsche Bank Group, *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*, 2012, in <https://institutional.deutscheam.com>

Eurosif, *European SRI Study 2014*, 2014, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Eurosif, *European SRI study 2016*, 2016, in [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Forum per la Finanza Sostenibile, *L'investimento sostenibile e responsabile: una definizione al passo con i tempi*, 2014, in [www.finanze sostenibile.it](http://www.finanze sostenibile.it)

Friede, G., Busch, T., Bassen ,A., *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015

FTSE Russell, *FTSE ESG Ratings & FTSE4Good: New FTSE ESG Model, v1.0*, 2015, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

FTSE Russell, *Guide to products and services*, 2016, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

FTSE Russell, *Index Inclusion Rules for the FTSE4Good Index Series, v1.8*, 2016, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

FTSE Russell, *FTSE4Good Index Series, v2.6*, 2016, in [www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

Fung, H., Law, Sheryl A., Yau, J., *Socially Responsible Investment in a Global Environment*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2010

GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014, in [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

Mercer, *Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impact*, 2009, in [www.law.harvard.edu](http://www.law.harvard.edu)

MSCI ESG Research, *ESG Ratings Methodology: Executive Summary*, 2015, in [www.msci.com](http://www.msci.com)

MSCI ESG Research, *MSCI ESG Controversies*, 2016, in [www.msci.com](http://www.msci.com)

MSCI, *MSCI Global Socially Responsible Indexes Methodology*, 2016, in [www.msci.com](http://www.msci.com)

Novethic Research, *Overview of ESG rating agencies*, 2014, in [www.novethic.com](http://www.novethic.com)

RobecoSAM, *Dow Jones Sustainability Indices: Methodology*, 2016, in [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

RobecoSAM, *Measuring Intangibles: RobecoSAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology*, 2016, in [www.sustainability-indices.com](http://www.sustainability-indices.com)

Sauer, D. A., *The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund*, Review of Financial Economics, Vol. 6, No. 2, 1997

Schröder, M., *Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices*, Journal of Business Finance and Accounting, 34(1) & (2), pp. 331-348, January/March, 2007

Schröder, M., *The Performance of Socially Responsible Investments: Investments Funds and Indices*, Financial Markets and Portfolio Management, 2004

Statman, M., *Socially Responsible Indexes: Composition, Performance and Tracking Error*, The Journal of Portfolio Management, 2006

Statman, M., *Socially Responsible Mutual Funds*, Association for Investment Management and Research, 2000

Sullivan, L. H., *Moving Mountains: The Principles and Purposes of Leon Sullivan*, Judson Press, 1999

Sustainability, *Rate the Raters*, 2010-2011, in [www.sustainability.com](http://www.sustainability.com)

TIAA, *Responsible Investing: Delivering Competitive Performance*, 2016, in [www.tiaa.org](http://www.tiaa.org)

UNEP FI e Mercer, *Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors*, 2007, in [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)



## SITOGRAFIA

<https://institutional.deutscheam.com>

[www.arabesque.com](http://www.arabesque.com)

[www.aristastandard.org](http://www.aristastandard.org)

[www.csidentity.com](http://www.csidentity.com)

[www.djindexes.com](http://www.djindexes.com)

[www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

[www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it)

[www.friendslife.co.uk](http://www.friendslife.co.uk)

[www.ftserussell.com](http://www.ftserussell.com)

[www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

[www.icbenchmark.com](http://www.icbenchmark.com)

[www.law.harvard.edu](http://www.law.harvard.edu)

[www.luc.edu](http://www.luc.edu)

[www.marshall.edu](http://www.marshall.edu)

[www.msci.com](http://www.msci.com)

[www.novethic.com](http://www.novethic.com)

[www.paxworld.com](http://www.paxworld.com)

[www.pioneerinvestments.it](http://www.pioneerinvestments.it)

[www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)

[www.ru.pioneerinvestments.com](http://www.ru.pioneerinvestments.com)

[www.senate.gov](http://www.senate.gov)

[www.sustainability.com](http://www.sustainability.com)

[www.sustainability-indices.com](http://www.sustainability-indices.com)

[www.tiaa.org](http://www.tiaa.org)

[www.trilogy.brynmawr.edu](http://www.trilogy.brynmawr.edu)

[www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)

[www.unpri.org](http://www.unpri.org)